

SCHWEIZERISCHE NATIONALBANK  
BANQUE NATIONALE SUISSE  
BANCA NAZIONALE SVIZZERA  
BANCA NAZIONALE SVIZRA  
SWISS NATIONAL BANK



# Bulletin trimestriel



# Banque nationale suisse

## Bulletin trimestriel

Mars

1/2007

25<sup>e</sup> année



# Contenu

4	<b>Sommaire</b>
6	<b>Rapport sur la politique monétaire</b>
38	<b>Appréciation portée sur la conjoncture par les délégués aux relations avec l'économie régionale</b>
42	<b>70 ans après l'effondrement de l'étalon-or de l'entre-deux-guerres, en septembre 1936</b> Jean-Pierre Roth
48	<b>Comportement des entreprises en matière de fixation des prix: résultat d'une enquête des délégués aux relations avec l'économie régionale</b> Mathias Zurlinden
56	<b>Swiss National Bank Working Papers et Swiss National Bank Economic Studies: résumés</b>
62	<b>Chronique monétaire</b>

## Sommaire

### **Rapport sur la politique monétaire (p. 6)**

L'économie mondiale a évolué favorablement au cours du semestre d'hiver 2006/2007. Au quatrième trimestre de 2006, le PIB réel a augmenté vigoureusement dans la zone euro et au Japon, alors que le rythme de croissance de l'économie américaine est resté modéré. Pour ce qui a trait à la conjoncture, les perspectives sont restées bonnes dans l'ensemble. Toutefois, la forte baisse des cours sur les marchés des actions, à fin février, montre que les risques pesant sur la conjoncture étaient considérés comme encore plus élevés.

En Suisse également, l'essor de la conjoncture s'est poursuivi. Au quatrième trimestre de 2006, le PIB réel a continué à progresser, et la croissance a reposé sur une large assise, comme précédemment. Plusieurs indicateurs incitent à penser que l'activité économique sera toujours vigoureuse en 2007. Ainsi, les résultats de la dernière enquête menée dans l'industrie sont favorables, et le climat de consommation continue à s'améliorer. Pour 2007, la Banque nationale table sur une croissance économique équilibrée et atteignant 2% environ, soit un rythme légèrement supérieur au potentiel estimé.

Le 15 mars, la BNS a décidé de relever de 0,25 point la marge de fluctuation du Libor pour dépôts à trois mois en francs et de porter cette marge à 1,75%–2,75%. Par ce relèvement de la marge de fluctuation du Libor, elle veille à ce que les perspectives en matière d'inflation demeurent favorables.

### **Appréciation portée sur la conjoncture par les délégués aux relations avec l'économie régionale (p. 38)**

Les entretiens que les délégués aux relations avec l'économie régionale ont menés entre décembre 2006 et février 2007 avec quelque 150 représentants de divers secteurs et branches économiques ont été empreints d'optimisme. Presque tous les interlocuteurs ont estimé que 2007 avait bien commencé, après une année 2006 jugée excellente par la plupart d'entre eux. Une majorité table sur une croissance toujours substantielle des chiffres d'affaires; un ralentissement de la marche des affaires n'a guère été évoqué.

### **70 ans après l'effondrement de l'étalon-or de l'entre-deux-guerres, en septembre 1936 (p. 42)**

Confrontés à la Grande dépression des années trente, tous les pays furent contraints de dévaluer leur monnaie ou d'introduire un contrôle des changes. La Suisse et les autres pays du «bloc-or» furent ceux qui maintinrent le plus longtemps la parité de leur monnaie. Ils tentèrent de rétablir la compétitivité de leur économie en abaissant les coûts et les prix sur leur marché intérieur. Cette politique échoua cependant très largement, et la reprise économique se manifesta plus tardivement dans ces pays que dans ceux qui avaient dévalué leur monnaie plus rapidement. La dévaluation du franc, en 1936, ne fut pas perçue, à l'époque, comme le signe avant-coureur de la fin proche d'un système monétaire reposant sur l'or. Il fallut attendre quarante années encore pour que les changes flottants soient considérés comme une solution praticable et plus de soixante années pour que la parité-or du franc soit supprimée dans la législation suisse.

**Comportement des entreprises  
en matière de fixation des prix: résultat  
d'une enquête des délégués aux relations  
avec l'économie régionale (p. 48)**

Ces dernières années, la fixation des prix par les entreprises a suscité un intérêt croissant. L'étude présentée se fonde sur les entretiens que les délégués de la BNS aux relations avec l'économie régionale ont menés d'août à octobre 2006 avec près de septante entreprises. Les résultats montrent que la plupart des entreprises adaptent leurs prix à intervalles réguliers, le prix du produit principal étant en moyenne ajusté une fois par année. Les adaptations sont déclenchées le plus souvent par des changements de prix chez les concurrents, suivis par des modifications dans les prix des produits en amont et la demande. Parmi les arguments incitant à ne pas ajuster leurs prix, les entreprises ont mentionné le plus souvent des contrats implicites et explicites et la politique du cost-based pricing. Dans l'ensemble, les résultats sont largement conformes à ceux d'études similaires menées dans d'autres pays européens.

**Swiss National Bank Working Papers  
et Swiss National Bank Economic Studies  
(p. 56)**

Résumés de quatre articles: Andreas M. Fischer, Gulzina Isakova und Ulan Termechikov, *Do FX traders in Bishkek have similar perceptions to their London colleagues? Survey evidence of market practitioners' views*, SNB Working Paper 2007-1; Ibrahim Chowdhury und Andreas Schabert, *Federal Reserve policy viewed through a money supply lens*, SNB Working Paper 2007-2; Angelo Ranaldo, *Segmentation and time-of-day patterns in foreign exchange markets*, SNB Working Paper 2007-3; Caesar Lack, *Forecasting Swiss inflation using VAR models*, SNB Economic Study No. 2, 2006.

# Rapport sur la politique monétaire

Rapport destiné à la Direction générale de la Banque nationale suisse pour l'examen trimestriel de la situation de mars 2007

Le rapport tient compte pour l'essentiel des données et des informations disponibles avant la mi-mars 2007.

## Table des matières

8	Avant-propos
9	Aperçu
11	1 Environnement international
15	2 Evolution économique en Suisse
15	2.1 Demande globale et production
20	2.2 Utilisation des capacités de production
21	2.3 Marché du travail
22	2.4 Prix des biens
25	3 Evolution monétaire
25	3.1 Evolution des taux d'intérêt et des anticipations inflationnistes
28	3.2 Cours de change
29	3.3 Cours des actions et prix de l'immobilier et des matières premières
31	3.4 Agrégats monétaires
33	3.5 Crédits
35	4 Prévision d'inflation de la BNS
35	4.1 Hypothèses sur l'évolution de l'économie mondiale
37	4.2 Prévision d'inflation du 1 <sup>er</sup> trimestre de 2007 au 4 <sup>e</sup> trimestre de 2009
34	<a href="#">Décalage entre croissance de la masse monétaire et celle des crédits</a>
36	<a href="#">La prévision d'inflation, un élément de la stratégie de politique monétaire</a>

## Avant-propos

Conformément à la loi, la Banque nationale suisse (BNS) a pour mission de conduire la politique monétaire dans l'intérêt général du pays. Elle assure la stabilité des prix. Ce faisant, elle tient compte de l'évolution de la conjoncture.

La BNS attache une grande importance à ce que sa politique monétaire soit comprise par le public. Elle est également tenue par la loi d'informer régulièrement le public de sa politique et de faire part de ses intentions. Le présent Rapport sur la politique monétaire remplit cette double fonction. Il décrit l'évolution sur les plans économique et monétaire en Suisse et commente la prévision d'inflation. Il précise l'appréciation de la BNS sur la situation économique et monétaire et les conclusions qu'elle en tire pour la politique monétaire.

Les chapitres 1 à 3 du présent rapport ont été rédigés en vue de l'examen trimestriel de la situation que la Direction générale a effectué en mars 2007. L'aperçu et le chapitre 4 (prévision d'inflation) tiennent compte de la décision de politique monétaire que la Direction générale a prise le 15 mars 2007.

Sauf indication contraire, les taux de variation par rapport à la période précédente reposent sur des données corrigées des variations saisonnières et sont annualisés.

## Aperçu

L'économie mondiale a évolué favorablement au cours du semestre d'hiver 2006/2007. Au quatrième trimestre de 2006, le PIB réel a augmenté vigoureusement dans la zone euro et au Japon, alors que la croissance américaine a continué sa progression, à un rythme toutefois modéré. Pour ce qui a trait à la conjoncture, les perspectives sont restées dans l'ensemble bonnes. Toutefois, la forte baisse des cours sur les marchés des actions, à fin février, montre que les risques pesant sur la conjoncture étaient considérés comme plus élevés. Les grands pays industrialisés ont mené une politique monétaire divergente en fonction de leur stade dans le cycle conjoncturel. Ainsi, la Banque centrale européenne (BCE) a relevé une nouvelle fois son taux directeur, en mars, afin de contrer le danger inflationniste. En revanche, la Réserve fédérale des Etats-Unis a maintenu inchangé le taux de l'argent au jour le jour, après avoir resserré les rênes monétaires plus fortement que la BCE dans la phase antérieure.

Depuis décembre 2006, donc depuis le précédent examen de la situation économique et monétaire, la Banque nationale n'a guère modifié son appréciation de l'évolution de l'économie mondiale. Elle continue à tabler sur une croissance robuste de l'économie mondiale. Cela se reflète notamment dans les hypothèses qu'elle a retenues pour sa prévision d'inflation de mars 2007. Etant donné la persistance de problèmes sectoriels aux Etats-Unis, la prévision de croissance pour les années 2007 et 2008 a été légèrement révisée à la baisse dans le cas de ce pays, tandis que celle qui porte sur la conjoncture en Europe est restée inchangée.

En Suisse également, l'essor de la conjoncture s'est poursuivi au cours du semestre d'hiver 2006/2007. Au quatrième trimestre de 2006, le PIB réel a continué à progresser, et la croissance a reposé sur une large assise, comme précédemment. Compte tenu de la marche des affaires généralement bonne et de la vive augmentation de l'emploi, la Banque nationale s'attendait toutefois, pour le quatrième trimestre, à une croissance économique un peu plus forte que celle qui a été publiée par le SECO. Plusieurs indicateurs incitent à penser que la progression de l'économie restera vigoureuse en 2007. Ainsi, les résultats de la dernière enquête menée dans l'industrie sont favorables, et le climat de consommation continue à s'améliorer.

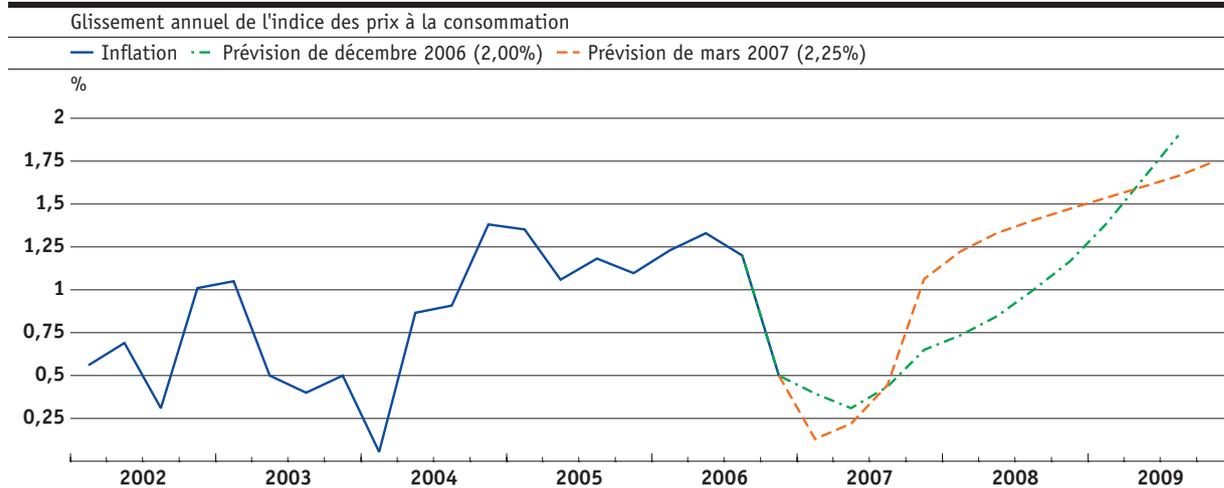
Pour 2007, la Banque nationale table sur une croissance économique équilibrée et atteignant 2% environ, soit un rythme légèrement supérieur au potentiel estimé. La perspective d'un tassement de la croissance mondiale laisse présager une progression des exportations suisses un peu moins forte qu'en 2006. En revanche, la forte utilisation des capacités de production devrait stimuler davantage les investissements en biens d'équipement. Etant donné l'évolution favorable qui est attendue du côté des revenus et le net repli du taux de chômage, la consommation privée devrait elle aussi rester un important soutien de la conjoncture.

En mars, lors de son examen trimestriel de la situation économique et monétaire, la Banque nationale a décidé de relever de 25 points de base la marge de fluctuation du Libor pour dépôts à trois mois en francs et de la porter à 1,75%–2,75%. Elle a en outre annoncé son intention de maintenir le Libor, jusqu'à nouvel avis, dans la zone médiane de la nouvelle marge de fluctuation. Ainsi, elle veille à ce que les perspectives en matière d'inflation restent favorables.

Selon la prévision de mars, qui repose sur un Libor à trois mois inchangé à 2,25% ces trois prochaines années, le renchérissement restera quelque peu inférieur, en 2007, à ce qui était attendu lors de l'examen de la situation économique et monétaire de décembre 2006. A partir du milieu de 2007, l'inflation annuelle augmentera un peu plus fortement que ce qui ressortait de la précédente prévision. Cela est dû à l'évolution du cours du franc, qui a en partie neutralisé les effets du relèvement, opéré en décembre, de la marge de fluctuation du Libor à trois mois.

Par le relèvement de 25 points de base du Libor à trois mois qu'elle a décidé le 15 mars, la Banque nationale poursuit la normalisation graduelle de sa politique monétaire. Elle devra probablement continuer à normaliser encore sa politique pour assurer à plus long terme la stabilité des prix. L'appréciation des perspectives d'inflation est toutefois entachée d'incertitudes accrues. D'un côté, des adaptations structurelles au sein de l'économie ont des effets plutôt modérateurs sur les prix. De l'autre, la hausse des coûts de production pourrait être davantage répercutée sur les prix étant donné le taux élevé d'utilisation des capacités et l'évolution des cours de change. En cas de modification des perspectives d'inflation, la Banque nationale agira en conséquence.

Prévisions d'inflation de décembre 2006, avec Libor à 2,00%, et de mars 2007, avec Libor à 2,25%



Prévision d'inflation de mars 2007 avec Libor à 2,25%

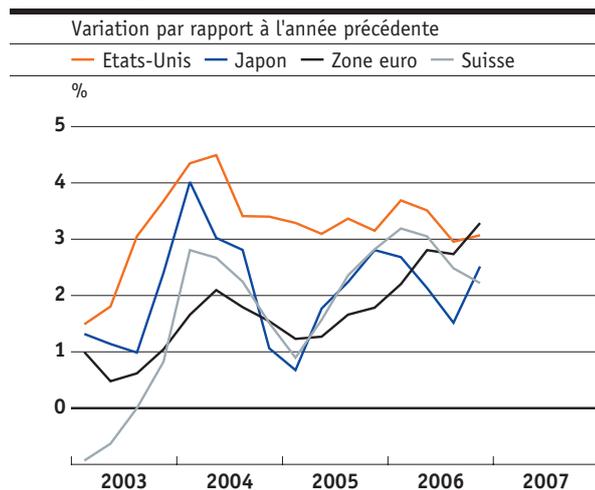
	2007	2008	2009
Inflation annuelle moyenne en %	0,5	1,4	1,6

# 1 Environnement international

Au cours du semestre d'hiver 2006/2007, l'économie mondiale s'est développée de façon favorable. Le PIB réel s'est fortement accru dans la zone euro et au Japon au quatrième trimestre, tandis que la croissance américaine a continué sa progression, à un rythme toutefois modéré. Malgré des capacités de production largement utilisées, l'inflation est restée modérée. Pourtant, les indices des directeurs d'achats, pour beaucoup en recul, comme les indicateurs avancés de l'OCDE, également en repli au deuxième semestre de 2006, ont témoigné de tendances à l'essoufflement. Les prévisions consensuelles mensuelles portant sur le PIB des Etats-Unis et de la zone euro ont augmenté légèrement jusqu'en février, montrant ainsi que l'évolution de la conjoncture était considérée comme robuste (voir tableau 1.1).

A la fin du mois de février, la vive réaction des investisseurs à la chute des cours à la bourse de Shanghai a mis au jour la crainte que le tassement de la conjoncture mondiale pourrait se révéler plus important que prévu. Ont contribué à cette évolution les problèmes sectoriels continus de l'économie américaine, mais aussi la nouvelle hausse du prix du pétrole en février. Par conséquent, les risques liés aux marchés financiers se sont vu de nouveau accorder plus d'importance; depuis un certain temps, ils se caractérisaient par une volatilité exceptionnellement faible et des primes peu élevées.

Graphique 1.1  
Produit intérieur brut réel



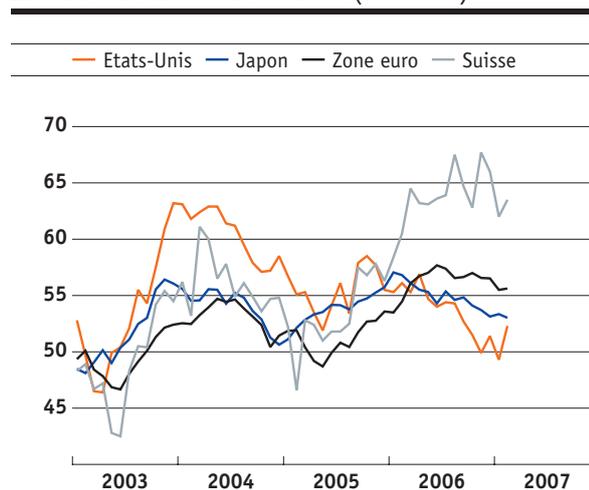
Sources: Secrétariat d'Etat à l'économie (SECO), Thomson Datastream et BNS

## Ralentissement de la croissance aux Etats-Unis

Aux Etats-Unis, la croissance moins soutenue s'est poursuivie au quatrième trimestre. Par rapport à la période précédente, le PIB réel a augmenté de 2,2%, ce qui correspond à peu près à sa progression du troisième trimestre. Les récessions de l'immobilier et de l'industrie automobile notamment ont pesé sur la conjoncture. Les investissements dans la construction de logements et, dans une moindre mesure, ceux des entreprises ont diminué. A l'inverse, la consommation privée, les dépenses publiques (en particulier dans le domaine militaire) et les exportations sont restées d'importants soutiens de la conjoncture.

La croissance de l'économie américaine devrait demeurer modeste au premier trimestre également, des impulsions négatives découlant toujours de la construction de logements et de l'industrie. Dans le courant de l'année, elle devrait toutefois retrouver son niveau moyen de long terme, soit environ 3%. La consommation privée devrait continuer à évoluer positivement grâce au développement des revenus et de l'emploi. On peut également compter que les investissements des entreprises se renforceront de nouveau à la suite de la forte utilisation des capacités de production et de la bonne situation bénéficiaire.

Graphique 1.2  
Indices des directeurs d'achats (industrie)



Source: Thomson Datastream

## Conjoncture européenne en marche

Dans la zone euro, le PIB réel a augmenté encore plus fortement au quatrième trimestre, affichant une hausse de 3,6%, contre une progression de 2% au troisième trimestre. L'expansion économique a reposé sur une large assise, à laquelle les exportations nettes ont eu la plus grande part. La répartition géographique montre que ce sont surtout les PIB de l'Allemagne et de l'Italie qui ont enregistré une forte croissance; pour ce qui est de l'Allemagne, cependant, le relèvement prévu de la TVA faisait déjà sentir ses effets. En outre, l'utilisation des facteurs de production dans la zone euro a nettement augmenté. En janvier 2007, le taux de chômage a diminué dans la zone euro, passant à 7,4%, son niveau le plus bas depuis qu'EUROSTAT a commencé à calculer la série chronologique correspondante (1996). En même temps, le taux d'utilisation des capacités de production dans l'industrie a atteint 84%, soit son niveau de 2000, année de haute conjoncture.

Au premier trimestre, la croissance économique devrait perdre quelque peu de sa vigueur dans la zone euro, notamment du fait des politiques budgétaires plus restrictives menées en Allemagne et en Italie. Il y a peu, l'optimisme était toutefois de mise compte tenu du climat favorable régnant parmi les entrepreneurs et les consommateurs, ce qui s'est traduit par une croissance des crédits toujours forte.

## Evolution favorable de l'économie en Asie

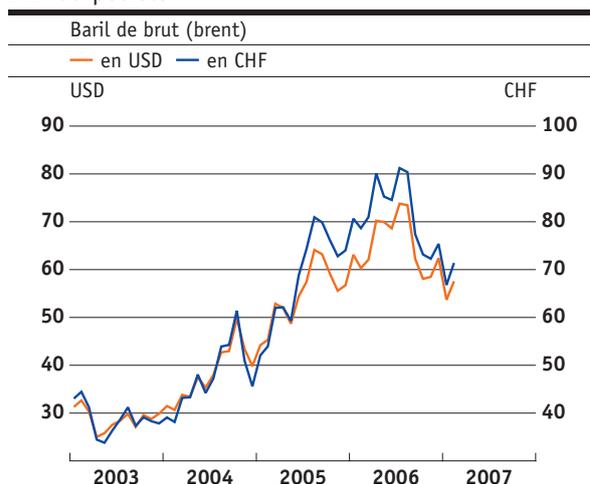
L'économie a connu une évolution favorable en Asie également. Au Japon, après avoir stagné pendant le semestre d'été de 2006, le PIB réel a augmenté de 5,5% au quatrième trimestre. Si la consommation privée a apporté la plus grande contribution à la croissance, les exportations et les investissements des entreprises ont eux aussi progressé sensiblement. L'affaiblissement du yen et la vive demande en provenance d'Asie orientale devraient continuer à soutenir la conjoncture au cours de l'année.

Au quatrième trimestre, le PIB réel chinois a poursuivi sa forte expansion et dépassé de 10,4% le niveau qu'il avait un an auparavant. Quoique le dynamisme de l'économie se soit légèrement déplacé vers la consommation privée depuis le milieu de 2006, les investissements et les exportations ont continué à jouer un rôle prépondérant dans la croissance.

La reprise s'est également maintenue dans les autres pays importants d'Asie orientale<sup>1</sup>. Certes, les exportations se sont repliées à la suite du recul de la demande de biens issus des technologies de l'information, mais cette évolution a été compensée par l'importance de la demande intérieure. En janvier, les exportations ont augmenté de nouveau. Combinée à une série d'autres indicateurs, cette tendance annonce un développement robuste de l'économie en 2007.

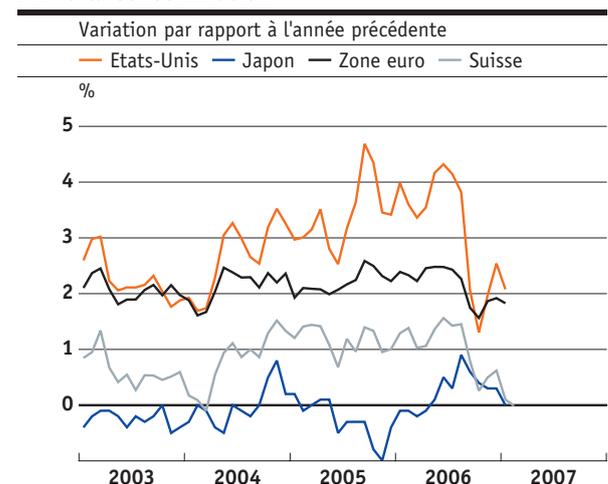
1 Les données concernent Hong Kong, la Corée, Taiwan et Singapour.

Graphique 1.3  
Prix du pétrole



Sources: Reuters et BNS

Graphique 1.4  
Prix à la consommation



Sources: Office fédéral de la statistique (OFS) et Thomson Datastream

### Renchérissement sous-jacent légèrement plus élevé

Dans les pays du G7, le renchérissement annuel, mesuré aux prix à la consommation, a augmenté de 0,4 point entre octobre et janvier pour atteindre 1,7%, après avoir baissé en octobre à la suite du recul du prix du pétrole et s'être établi à son niveau le plus bas de l'année. L'inflation sous-jacente, qui exclue du panier de l'indice les prix du pétrole et ceux des denrées alimentaires, s'est accrue quelque peu, passant à 1,9%. Elle n'était ainsi que légèrement inférieure à son niveau de septembre (2%), le plus élevé depuis cinq ans.

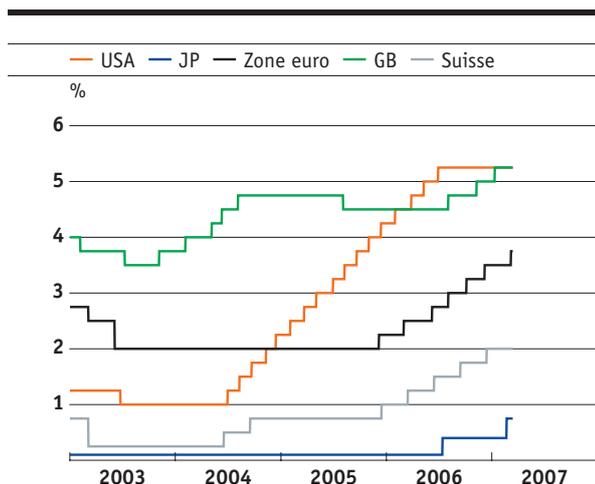
Le renchérissement annuel, en données non corrigées, a fluctué nettement plus aux Etats-Unis que dans la zone euro. Après s'être replié pour s'inscrire à 1,3%, il a augmenté de 0,8 point pour atteindre 2,1% en janvier. Cette évolution s'explique essentiellement par des effets de base concernant le pétrole. Dans la zone euro, il n'a progressé que faiblement, s'établissant à 1,8% en février, tandis que, au Japon, il a reculé de 0,6 point, passant à 0%. L'inflation sous-jacente a elle aussi évolué différemment selon les pays. Alors qu'elle baissait de 0,2 point aux Etats-Unis (2,7%), elle augmentait dans la zone euro (1,9%) et restait négative au Japon (-0,2%).

### Politiques monétaires divergentes

La politique monétaire varie en fonction du stade que les économies des différents grands pays industrialisés ont atteint dans le cycle conjoncturel. La Réserve fédérale des Etats-Unis a ainsi conservé un taux de l'argent au jour le jour de 5,25% après avoir resserré les rênes monétaires plus précocement et plus fermement que la Banque centrale européenne (BCE) et que la Banque du Japon. Elle a justifié sa politique restrictive principalement par le fort taux d'utilisation du marché du travail et le fait que le taux d'inflation se situait toujours au-dessus du niveau visé.

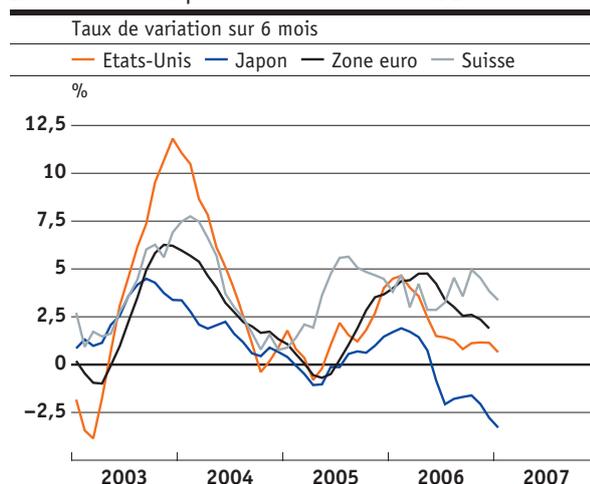
Contrairement à son homologue américain, la BCE a relevé en mars son taux principal de refinancement de 0,25 point et l'a fixé à 3,75%. Ce faisant, elle signalait une intensification du risque d'inflation qui découlerait notamment de la pression croissante exercée sur les salaires. Etant donné la robustesse de la conjoncture, la banque centrale du Japon a également relevé le taux de l'argent au jour le jour en février; celui-ci est ainsi passé de 0,25% à 0,5%. Cette hausse est la première mesure haussière prise depuis juillet 2006, date à laquelle le taux de l'argent au jour le jour avait été fixé à 0,25%. Quant à la banque centrale chinoise, elle a augmenté – légèrement – son taux de réserves minimales pour la cinquième fois consécutive, l'établissant à 10%, dans le but de contrer les conditions-cadres monétaires expansionnistes.

Graphique 1.5  
Taux d'intérêt officiels



Sources: Thomson Datastream et BNS

Graphique 1.6  
Indicateurs composites avancés de l'OCDE



Source: OCDE

	Croissance économique <sup>1</sup>				Renchérissement <sup>2</sup>			
	Novembre		Février		Novembre		Février	
	2007	2008	2007	2008	2007	2008	2007	2008
Etats-Unis	2,5	-	2,7	3,0	2,3	-	1,7	2,3
Japon	2,0	-	1,9	2,3	0,4	-	0,2	0,6
Zone euro	1,9	-	2,1	2,1	2,1	-	2,0	1,9
Allemagne	1,3	-	1,7	2,0	2,2	-	1,9	1,5
France	2,0	-	1,9	1,9	1,6	-	1,5	1,7
Italie	1,3	-	1,3	1,5	1,9	-	1,9	2,0
Royaume-Uni	2,4	-	2,6	2,4	2,2	-	2,3	2,0
Suisse	2,0	-	2,0	1,9	1,0	-	0,6	1,0

1 Produit intérieur brut réel, variation en % par rapport à l'année précédente.

2 Prix à la consommation, variation en % par rapport à l'année précédente.

Source: prévisions consensuelles de novembre 2006 et de février 2007. Ces prévisions reposent sur une enquête mensuelle menée auprès de plus de 240 entreprises et instituts de recherches conjoncturelles d'une vingtaine de pays; l'enquête porte sur l'évolution attendue du produit intérieur brut, des prix et d'autres variables économiques. Les résultats sont publiés par Consensus Economics Inc., Londres.

## 2 Evolution économique en Suisse

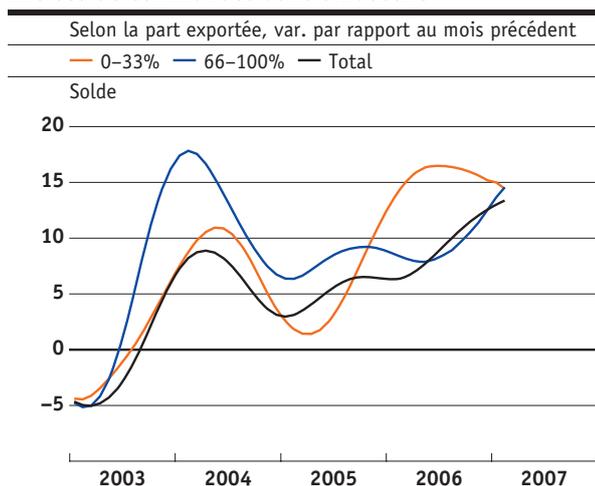
### 2.1 Demande globale et production

#### Evolution favorable de la conjoncture

L'évolution favorable de la conjoncture s'est poursuivie en Suisse. Selon les estimations du Secrétariat d'Etat à l'économie (SECO), le PIB réel a augmenté de 1,8% du troisième au quatrième trimestre et de 2,2% en comparaison annuelle. Ces taux sont toutefois inférieurs à ceux qui avaient été escomptés par la BNS à la suite de la marche des affaires généralement bonne et de la forte croissance de l'emploi.

La demande globale (sans les stocks) s'est accrue une nouvelle fois par rapport au trimestre précédent, les impulsions de croissance les plus fortes venant des exportations. D'autres impulsions importantes ont été fournies par la consommation privée et les investissements en biens d'équipement, alors que les investissements en constructions et la consommation publique ont été légèrement plus faibles au quatrième qu'au troisième trimestre. La hausse vigoureuse de la demande globale s'est en outre traduite par un accroissement remarquable des importations, de sorte que le commerce extérieur a apporté une contribution largement négative à la croissance du PIB.

Graphique 2.1  
Entrées de commandes dans l'industrie



Source: Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ (KOF)

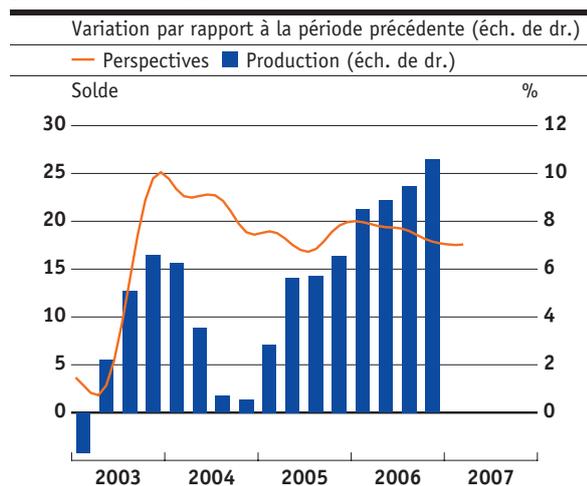
#### Croissance grâce aux banques essentiellement

L'évolution du PIB, que le SECO calcule pour les différents secteurs de production, a reflété une nette reprise de la création de valeur par les banques et les assurances. Le secteur des transports, celui de l'hôtellerie et de la restauration ainsi que la construction ont également contribué à la croissance. Dans le commerce, la création de valeur était en baisse, tempérant ainsi la croissance du PIB et, dans l'industrie, elle a stagné tout en se maintenant à un niveau élevé.

Selon plusieurs indicateurs, la conjoncture est demeurée excellente dans l'industrie au quatrième trimestre et au début de la nouvelle année. Les données correspondantes de l'Office fédéral de la statistique (OFS) montrent que la production dans l'industrie manufacturière a progressé de 10,6% entre le troisième et le quatrième trimestre et de 9,7% en comparaison annuelle. Les commandes n'ont cessé d'augmenter; les réserves de travail et le taux d'utilisation des capacités de production ont atteint des valeurs jamais égalées ces dernières années.

Pour les mois suivants, les perspectives sont restées bonnes. Certes, les entreprises ont légèrement revu à la baisse leurs anticipations concernant les entrées de commandes et la production, comme le montre le graphique 2.2, mais, dans les enquêtes, elles ont continué à se montrer clairement optimistes, de sorte qu'une nouvelle croissance de la production industrielle peut être escomptée.

Graphique 2.2  
Production industrielle



Sources: OFS et KOF

**PIB réel et composantes**

Tableau 2.1

Taux de croissance en % par rapport à la période précédente (taux annualisés)

	2003	2004	2005	2006	2005				2006			
					1 <sup>er</sup> trim.	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> trim.	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.
Consommation privée	0,8	1,5	1,3	1,9	2,4	0,7	2,7	2,4	1,5	1,7	2,3	2,2
Consommation de l'Etat et des assurances sociales	2,6	-0,8	-1,6	-0,5	-2,3	-0,7	-2,6	0,2	2,1	-5,3	3,2	-0,9
Formation de capital fixe	-1,4	4,5	3,2	3,7	6,8	15,6	-5,5	0,8	3,0	10,3	5,3	2,0
Construction	1,8	3,9	3,5	0,1	9,7	27,6	-11,1	-3,6	-2,9	7,6	3,2	-1,9
Biens d'équipement	-3,9	4,9	2,9	6,9	4,6	6,2	-0,3	4,6	8,5	12,7	7,1	5,2
<b>Demande intérieure finale</b>	<b>0,5</b>	<b>1,9</b>	<b>1,4</b>	<b>2,1</b>	<b>2,8</b>	<b>3,8</b>	<b>0,1</b>	<b>1,7</b>	<b>1,9</b>	<b>2,8</b>	<b>3,1</b>	<b>1,8</b>
<b>Demande intérieure</b>	<b>0,4</b>	<b>1,5</b>	<b>1,1</b>	<b>2,2</b>	<b>0,9</b>	<b>-0,4</b>	<b>2,6</b>	<b>5,6</b>	<b>0,6</b>	<b>4,0</b>	<b>-6,3</b>	<b>12,7</b>
Exportations totales	-0,4	8,4	6,4	9,9	0,5	26,7	7,7	9,8	13,1	0,5	11,7	14,1
Marchandises	-0,1	7,8	5,8	11,6	-0,9	34,2	-1,4	9,9	22,7	-0,9	15,0	15,9
Sans les MPPAA <sup>1</sup>	0,7	7,6	6,3	11,1	-3,9	38,7	-3,7	8,7	19,8	5,4	8,1	16,2
Services	-1,4	10,0	8,0	5,4	4,4	9,0	35,6	9,5	-8,8	4,5	3,0	9,1
<b>Demande globale</b>	<b>0,1</b>	<b>3,7</b>	<b>2,9</b>	<b>4,8</b>	<b>0,8</b>	<b>8,0</b>	<b>4,3</b>	<b>7,0</b>	<b>4,8</b>	<b>2,7</b>	<b>-0,3</b>	<b>13,2</b>
Importations totales	1,0	7,4	5,3	9,9	-0,2	20,3	5,6	18,2	9,4	2,8	-4,6	43,5
Marchandises	2,2	6,4	5,5	10,6	-2,2	23,5	5,4	18,4	11,7	1,9	-5,8	50,2
Sans les MPPAA <sup>1</sup>	2,8	6,6	5,1	9,0	-1,0	20,3	5,3	16,1	14,0	0,0	-10,7	40,5
Services	-4,8	12,1	4,4	6,3	9,5	6,5	7,0	17,2	-1,5	7,6	1,3	13,6
<b>PIB</b>	<b>-0,2</b>	<b>2,3</b>	<b>1,9</b>	<b>2,7</b>	<b>1,1</b>	<b>3,6</b>	<b>3,8</b>	<b>2,8</b>	<b>2,7</b>	<b>2,7</b>	<b>1,7</b>	<b>1,8</b>

1 MPPAA: métaux précieux, pierres gemmes, objets d'art et antiquités.  
Source: SECO

### Bonnes perspectives conjoncturelles pour 2007

Entre décembre et février, les délégués de la BNS aux relations avec l'économie régionale ont mené des entretiens avec quelque 150 personnalités représentant les entreprises de diverses branches économiques. Ils ont noté une attitude confiante en ce qui concerne la marche des affaires et les perspectives. Il n'a guère été question d'un ralentissement. Etant donné la forte utilisation des capacités de production, les entreprises se sont montrées plus disposées à élargir ces capacités par des investissements et à accroître leurs effectifs. Leurs principales préoccupations avaient trait à l'allongement des délais de livraison des matières premières et des produits intermédiaires ainsi qu'à la difficulté de recruter des collaborateurs qualifiés (voir «Appréciation portée sur la conjoncture par les délégués aux relations avec l'économie régionale», mars 2007).

Pour 2007, la BNS s'attend à une croissance moyenne du PIB réel d'environ 2%. La croissance économique garde donc un rythme légèrement supérieur à son potentiel, qui soutiendra selon toute probabilité un nouveau repli du chômage. La demande continue de reposer sur une large assise. La perspective d'un léger tassement de la croissance mondiale laisse présager une progression des exportations suisses un peu moins vigoureuse que l'année précédente. En revanche, la forte utilisation

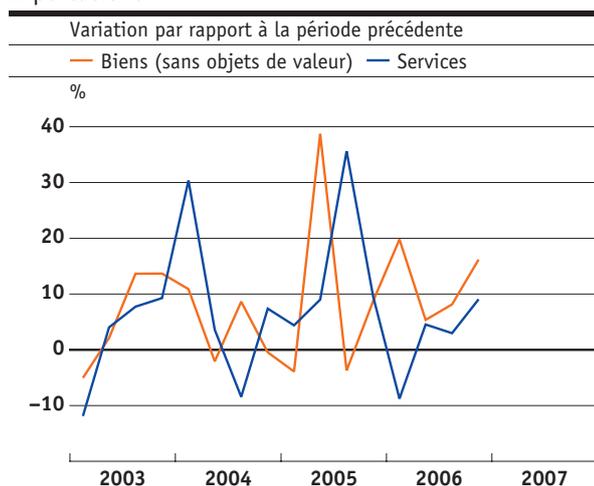
des capacités de production devrait favoriser de nouveau les investissements en biens d'équipement. La consommation privée continuera selon toute vraisemblance à soutenir fermement la conjoncture.

### Vif accroissement des exportations et des importations

Du fait de la bonne conjoncture à l'étranger et de l'affaiblissement du franc par rapport à l'euro, les exportations de marchandises et de services ont marqué, en termes réels, une augmentation vigoureuse du troisième au quatrième trimestre et ont dépassé leur niveau de la période correspondante de l'année précédente de 9,3%. Dans le domaine des services, les commissions sur les opérations bancaires ont connu une progression particulièrement forte. Les recettes tirées du tourisme et du commerce en transit ont elles aussi évolué favorablement.

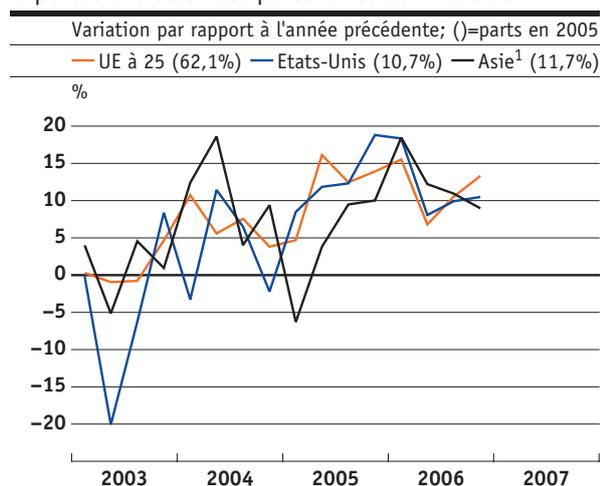
En ce qui concerne le domaine des marchandises, les exportations se sont affichées en hausse dans presque toutes les branches, excepté pour quelques rares catégories de biens d'équipement. Sur le plan régional aussi, la demande a continué à bénéficier d'une large assise. Au sein de l'UE, la demande des pays du Sud-Est a augmenté de façon supérieure à la moyenne. En janvier, le dynamisme des exportations a donné quelques signes de faiblesse, notamment du côté des produits semi-finis.

Graphique 2.3  
Exportations



Source: SECO

Graphique 2.4  
Exportations selon les partenaires commerciaux



1 Asie: Japon, Chine, Corée du Sud, Hong Kong, Singapour, Taiwan, Malaisie, Thaïlande, Philippines, Indonésie.

Source: Administration fédérale des douanes (AFD)

Les importations de marchandises et de services ont massivement augmenté du troisième au quatrième trimestre après avoir connu une évolution faible durant le semestre d'été 2006. En comparaison annuelle, elles ont progressé de 8,8%. Etant donné que les importations ont marqué une hausse beaucoup plus forte que les exportations, le commerce extérieur a apporté une contribution négative à la croissance du PIB; les trois trimestres précédents, la contribution avait été positive. L'évolution au quatrième trimestre reflétait la reprise conjoncturelle durable, reposant sur une large assise. La vigueur de la consommation privée a entraîné un fort accroissement des importations de biens de consommation et, du côté des services, un sensible développement des dépenses au titre du tourisme. Si la croissance des importations a perdu de son dynamisme en janvier, les achats à l'étranger de matières premières et de produits semi-finis ont par contre continué leur expansion.

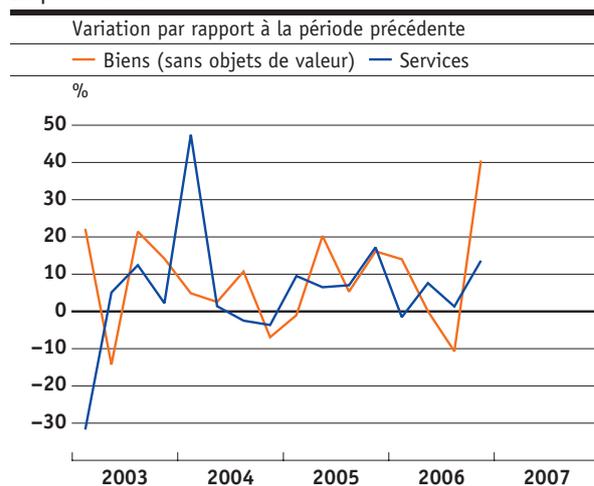
### Croissance robuste de la consommation

Au quatrième trimestre, la consommation privée a nettement augmenté par rapport au troisième trimestre et a dépassé de 2% le niveau enregistré au trimestre correspondant de l'année précédente.

La consommation de marchandises comme celle de services ont contribué à cette évolution. Dans le commerce de détail, les chiffres d'affaires réels se sont accrus de 1,5% en comparaison annuelle, bien que 2006 ait compris moins de jours de vente que 2005. Des chiffres d'affaires élevés ont été réalisés notamment dans les domaines des produits de luxe (montres, bijoux) et des biens de consommation durables (aménagements du logement). Le nombre de nouvelles immatriculations de voitures de tourisme n'a cessé de croître vigoureusement. La forte croissance du nombre de nuitées d'hôtes suisses enregistré jusqu'en décembre et l'optimisme affiché une fois de plus par les établissements hôteliers quant aux perspectives dans leur branche étaient le signe d'une reprise ininterrompue du tourisme intérieur.

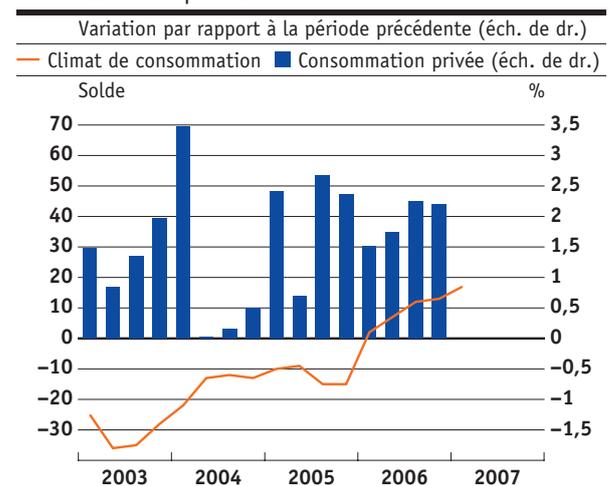
En janvier, l'indice du climat de consommation a continué à progresser; sa hausse l'a porté près du niveau record qu'il avait atteint au début de 2001. Le bon climat était dû en particulier à l'amélioration de l'appréciation portant sur la sécurité de l'emploi et sur les perspectives de revenu. Compte tenu de l'évolution favorable de l'emploi et des salaires réels, la Banque nationale table sur un accroissement du revenu réel des employés de 3%

Graphique 2.5  
Importations



Source: SECO

Graphique 2.6  
Consommation privée



Source: SECO

en 2007. Cette augmentation est supérieure à celle de l'année précédente, estimée à 2,4%. Par conséquent, la tendance à la hausse de la consommation privée devrait perdurer.

### Léger repli des investissements en constructions

Au quatrième trimestre, les investissements en constructions ont quelque peu diminué par rapport au troisième trimestre, mais dépassaient de 1,4% leur niveau du trimestre correspondant de 2005. En moyenne annuelle, ils n'ont guère varié après avoir affiché pendant quatre ans des taux de croissance bien plus élevés que ceux du PIB réel. La stagnation découle surtout d'un recul des investissements dans le génie civil et d'un tassement de la croissance des investissements dans la construction de bâtiments destinés à l'industrie, à l'artisanat et aux services. En revanche, une nouvelle expansion a été enregistrée dans la construction de logements.

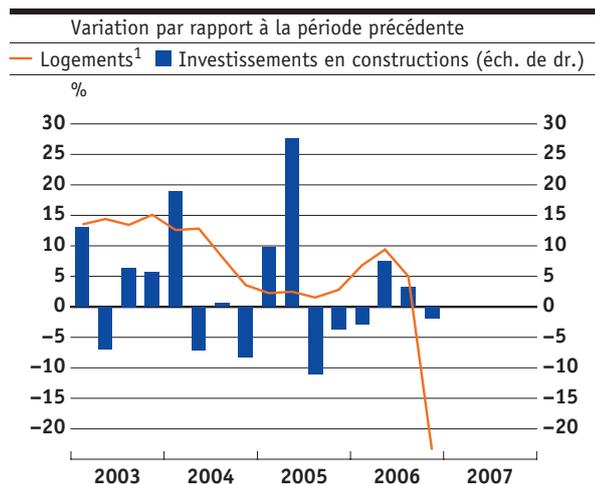
Les investissements en constructions devraient se stabiliser à un niveau élevé ces prochains trimestres. Les indicateurs établis par la Société suisse des entrepreneurs laissent à penser que la construction de bâtiments destinés à l'industrie,

à l'artisanat et aux services connaîtra une croissance plus faible, car elle souffre du nombre toujours élevé de bureaux vacants; quant au génie civil, il faut s'attendre à une nouvelle diminution du volume des travaux de construction. Les investissements dans la construction de logements devraient se stabiliser à un niveau élevé après que le nombre de permis de construire a fléchi au second semestre de 2006.

### Accroissement des investissements en biens d'équipement

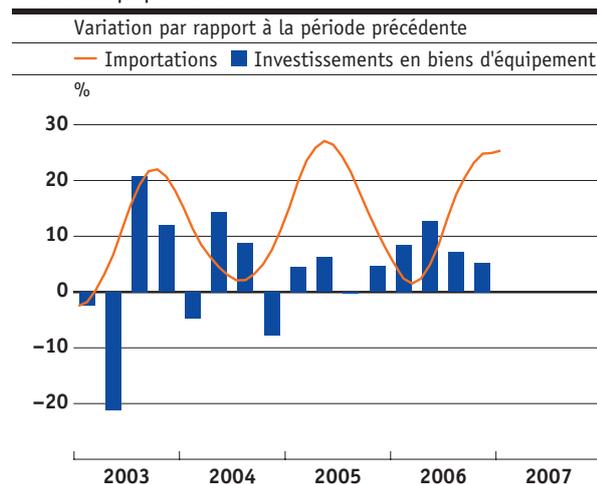
Au quatrième trimestre, les investissements en biens d'équipement ont marqué une progression à peu près semblable à celle du troisième trimestre et légèrement inférieure à celle du premier semestre. En moyenne annuelle, ils ont augmenté de 6,9%. En dépit de cette hausse vigoureuse, le stock de capital devrait demeurer bas par rapport à la production. Cette situation correspond à la forte utilisation des capacités de production dans l'industrie. Etant donné la bonne marche des affaires enregistrée par les entreprises et l'attractivité des conditions de financement, il faut s'attendre à une forte hausse des investissements en biens d'équipement ces prochains trimestres.

Graphique 2.7  
Constructions



1 Dont la construction a été autorisée.  
Sources: OFS et SECO

Graphique 2.8  
Biens d'équipement



Sources: AFD et SECO

## 2.2 Utilisation des capacités de production

### Nouvelle hausse du taux d'utilisation des capacités de production

Selon l'enquête que le Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ (KOF) a menée au quatrième trimestre, le taux d'utilisation des capacités techniques dans l'industrie s'est établi à 88%, soit au niveau le plus élevé depuis 15 ans (graphique 2.9). Les entreprises qui ont participé à l'enquête considèrent d'ailleurs les capacités techniques comme un obstacle plus important à la production que l'offre de main-d'œuvre et elles sont toujours plus nombreuses à élargir ces capacités (graphique 2.9). Il est donc probable que le taux d'utilisation de ces dernières cessera bientôt d'augmenter. Contrairement aux entreprises de l'industrie, celles de la construction ont signalé dans le cadre de l'enquête trimestrielle susmentionnée que l'offre de main-d'œuvre entravait davantage la production que les capacités techniques. En revanche, les banques ainsi que l'hôtellerie et la restauration n'ont pas déclaré de manque de capacités.

### Production toujours légèrement excédentaire

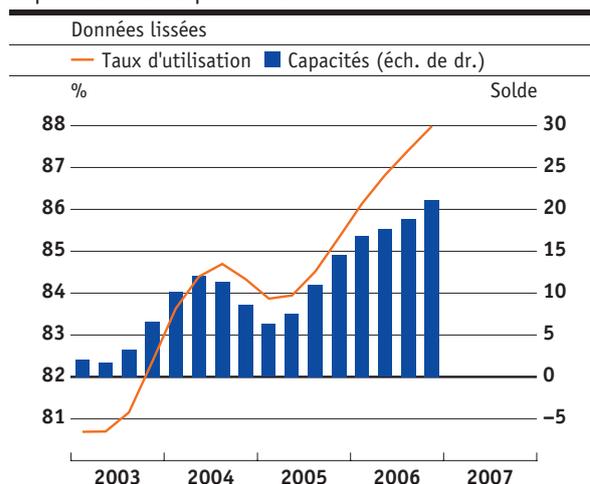
L'écart de production dans l'économie est un instrument plus complet qui mesure, en pourcentage, la différence entre le PIB réel et la production potentielle telle qu'elle est estimée. Cet indicateur

tient compte non seulement de l'industrie, mais aussi des autres secteurs de l'économie et intègre, en plus de l'utilisation des capacités techniques, la situation régnant sur le marché du travail. Le graphique 2.10 présente trois estimations de l'écart de production, qui ont été faites à l'aide de différentes méthodes d'évaluation de la production potentielle (fonction de production, filtre de Hodrick et Prescott [HP] et filtre multivarié [MV]).

Le taux de croissance de la production potentielle s'est établi à peu près au même niveau que celui du PIB réel, qui était de 1,8% au quatrième trimestre, de sorte que l'écart de production correspondant n'a pas changé. L'analyse de l'écart de production selon l'approche basée sur la fonction de production montre que seul le stock de capital, fortement utilisé, a fourni une contribution positive.

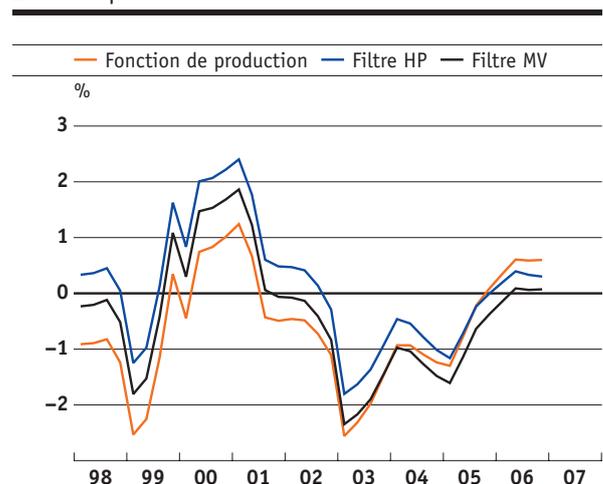
L'excédent de production ne devrait plus guère s'accroître ces prochains trimestres. D'une part, il faut s'attendre à ce que la croissance du PIB faiblisse et se rapproche de la croissance potentielle et, d'autre part, la croissance potentielle devrait marquer une légère accélération et ce, pour deux raisons. Premièrement, il est probable que le stock de capital augmente davantage en raison des forts investissements. Deuxièmement, l'arrivée de main-d'œuvre étrangère, la progression du taux de participation et le recul du chômage devraient entraîner un accroissement des heures de travail potentielles.

Graphique 2.9  
Capacités techniques dans l'industrie



Source: KOF

Graphique 2.10  
Ecart de production



Source: BNS

## 2.3 Marché du travail

### Forte progression de l'emploi

Le nombre d'emplois a encore marqué une vive expansion au quatrième trimestre, augmentant de 2,5% par rapport au trimestre précédent et de 1,6% par rapport à la période correspondante de 2005. Tous les secteurs économiques ont contribué à l'accroissement de l'emploi. L'industrie vient en tête, suivie de la construction et des services. Pour ces derniers, il apparaît que le secteur financier notamment a renforcé ses effectifs, tout comme le secteur du commerce de gros et de détail, qui n'avait plus créé d'emplois depuis bien longtemps.

Le graphique 2.11 montre l'évolution de l'emploi selon le taux d'occupation. La demande de main-d'œuvre s'affiche une nouvelle fois en hausse dans les trois catégories représentées, la progression du côté des emplois à plein temps étant particulièrement vive. Après conversion des postes à temps partiel en postes à temps plein, le volume de travail a augmenté de 2,9% au quatrième trimestre, dépassant ainsi de 1,6% son niveau de la même période de 2005.

En 2006, 100 000 nouvelles personnes actives occupées ont été enregistrées, dont deux cinquièmes étaient de nationalité étrangère. La part de la main-d'œuvre étrangère a ainsi passé de 25,2% à 25,5%. L'augmentation du nombre de personnes actives occupées découle de l'immigration, de l'accroissement du taux de participation et de la baisse du taux de chômage.

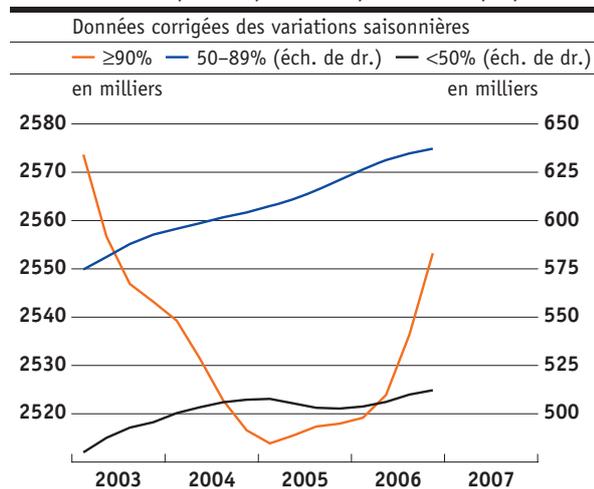
### Léger repli du chômage et augmentation du nombre de places vacantes

En données corrigées des variations saisonnières, le taux de chômage a diminué de 0,1 point entre novembre et février pour s'inscrire à 3%. Ainsi, en février, 116 800 personnes étaient inscrites en tant que chômeurs auprès des offices du travail. Dans la même période, le taux de demandeurs d'emploi a lui aussi baissé de 0,1 point pour s'établir à 4,5%, ce qui correspond à 179 200 personnes.

Il ressort des graphiques 2.12 et 2.13 que le nombre de places vacantes a augmenté tant selon la statistique de l'OFS que selon les données de Publicitas.

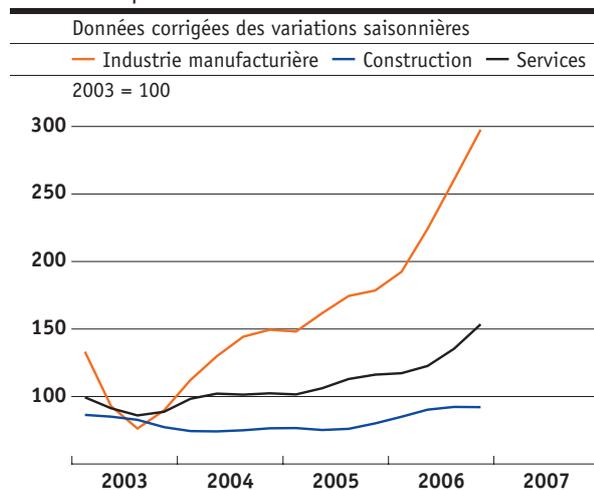
Graphique 2.11

Personnes occupées à plein temps et à temps partiel



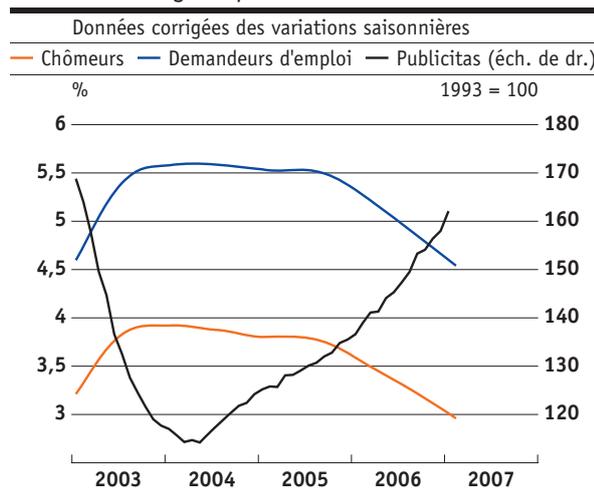
Graphique 2.12

Indice des places vacantes



Graphique 2.13

Taux de chômage et places vacantes



Source pour graphiques 2.11 et 2.12: OFS

Graphique 2.13: chômeurs et demandeurs d'emploi inscrits auprès d'un office du travail, en pourcentage des personnes actives selon le recensement de la population de 2000 (3 946 988 personnes actives). Sources: Publicitas et SECO

## 2.4 Prix des biens

### Pressions moindres du côté des prix à la production et à l'importation

Les pressions à la hausse que les prix à la production et à l'importation ont exercées sur les prix en aval, soit au niveau de la consommation, se sont de nouveau atténuées entre octobre et janvier. Le renchérissement annuel des biens suisses s'est replié, passant de 2% à 1,7%, tandis qu'il est resté proche de 3% du côté des biens importés. Dans la répartition selon le type de biens, on note que les hausses des prix des produits agricoles, des produits intermédiaires et des biens de consommation ont été moins fortes, tandis que celles des prix des biens d'équipement ont augmenté légèrement. Quant aux prix des produits énergétiques, ils affichaient en janvier un renchérissement annuel à peine inférieur à celui observé en octobre.

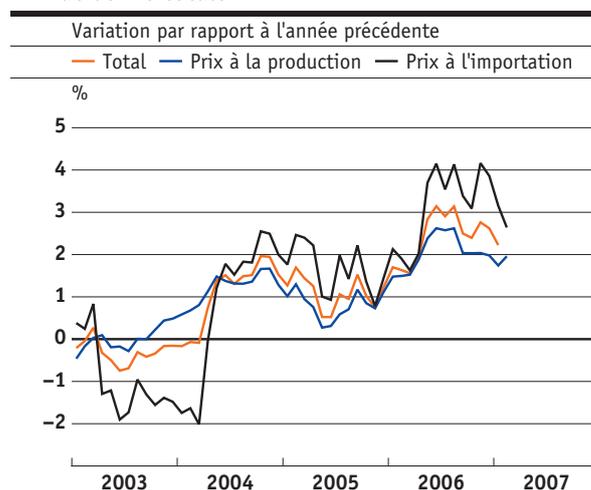
### Nouveau repli du renchérissement au niveau des prix à la consommation

Mesuré à l'indice suisse des prix à la consommation (IPC), le renchérissement annuel a fléchi, passant de 0,5% en novembre à 0% en février; un niveau aussi bas n'avait plus été observé depuis mars 2004. Dans l'ensemble, le niveau du renchérissement est resté inférieur à ce qui ressortait de la prévision d'inflation émise par la BNS à mi-décembre 2006. Cette évolution s'explique en grande partie par l'ampleur inattendue de la baisse du prix du pétrole.

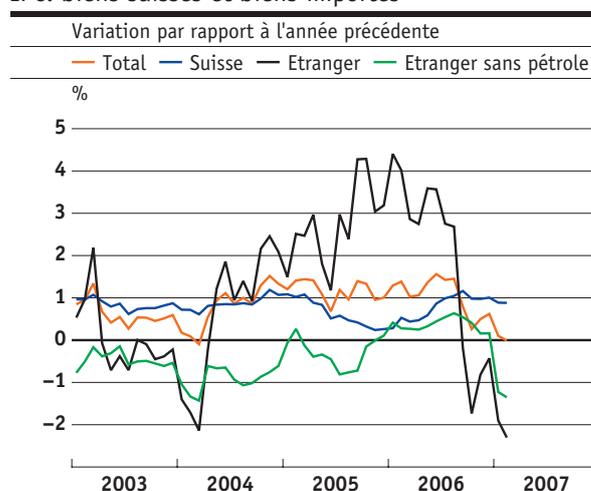
### Léger recul du renchérissement intérieur

Entre novembre et février, le renchérissement intérieur a diminué de 0,1 point pour s'établir à 0,9%. Ce recul est une nouvelle fois imputable aux marchandises d'origine suisse, dont les prix ont marqué une baisse plus forte en comparaison annuelle (février: -0,7%), qui s'explique principalement par les prix plus bas des produits alimentaires transformés et de l'électricité. L'indice des loyers, qui fait l'objet d'un relevé trimestriel, s'est accru de 1% entre novembre et février. Ainsi, le renchérissement annuel des loyers a augmenté de 0,1 point pour s'inscrire à 2,3%. Dans les autres services du secteur privé, le renchérissement a légèrement diminué entre novembre et février, où il s'est établi à 0,6%; cette évolution résulte notamment de baisses de prix dans les domaines des télécommunications et du trafic aérien de ligne. Les prix se sont par contre accrus dans les domaines de la gastrono-

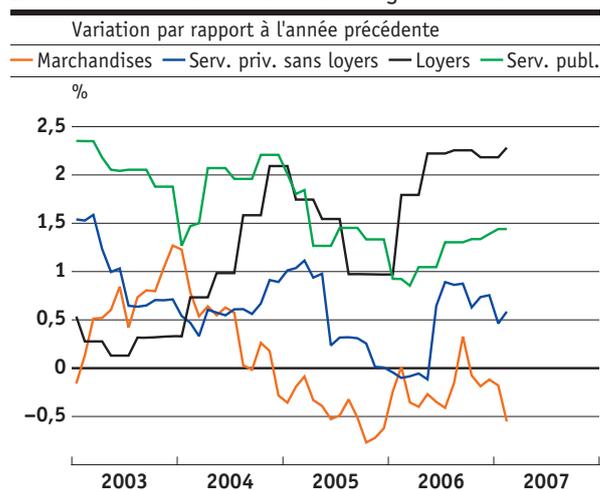
Graphique 2.14  
Prix de l'offre totale



Graphique 2.15  
IPC: biens suisses et biens importés



Graphique 2.16  
IPC: marchandises et services d'origine suisse



Source pour graphique 2.14: OFS

Sources pour graphiques 2.15 et 2.16: OFS et BNS

mie et de l'hôtellerie et, pour ce qui est des services du secteur public, dans les domaines des prestations hospitalières et des transports et déplacements.

### Baisse des prix des biens de consommation provenant essentiellement de l'étranger

Les prix des biens de consommation essentiellement importés ont diminué sensiblement. En février, ils étaient inférieurs de 2,3% à leur niveau du même mois de l'année précédente, alors qu'en novembre, cet écart s'inscrivait à 0,8%. Ce plus fort repli s'explique essentiellement par une réduction notable des prix de l'habillement, des chaussures, de l'électronique de divertissement et des médicaments.

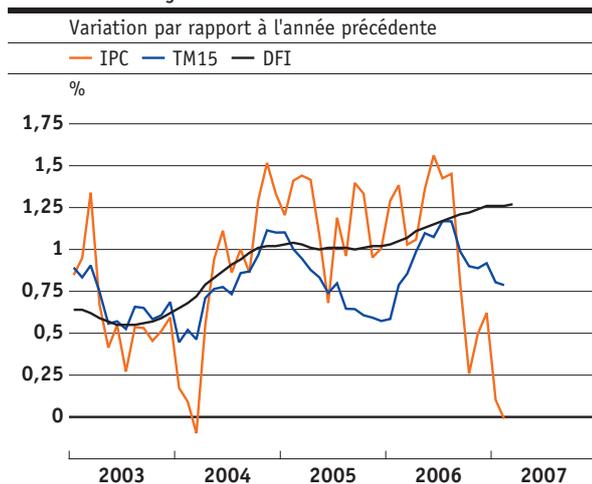
### Signes divergents du côté des inflations sous-jacentes

Le renchérissement mesuré à l'indice suisse des prix à la consommation subit des fluctuations à court terme qui peuvent brouiller la perception de la tendance générale de l'inflation. C'est pourquoi on calcule des taux d'inflation sous-jacente, qui reflètent l'évolution des prix à long terme. La BNS utilise deux indicateurs de l'inflation sous-jacente; tous deux sont représentés dans le graphique 2.17. Pour ce qui est de la moyenne tronquée (TM15), on exclut chaque mois de l'indice des prix à la consommation les biens dont les prix ont enregistré les plus fortes

fluctuations à la hausse (15%) et à la baisse (15%). Dans la *dynamic factor inflation* (DFI), on tient compte non seulement des prix, mais aussi de nombreuses autres données économiques, d'indicateurs financiers et de variables monétaires. Les deux inflations sous-jacentes établies par l'OFS excluent, dans chaque période, les mêmes biens du panier-type de l'indice (graphique 2.18). Ainsi, l'inflation sous-jacente 1 (OFS1) exclut l'alimentation, les boissons, le tabac, les produits saisonniers, l'énergie et les carburants, tandis que l'inflation sous-jacente 2 (OFS2) ignore de surcroît les biens dont les prix sont administrés.

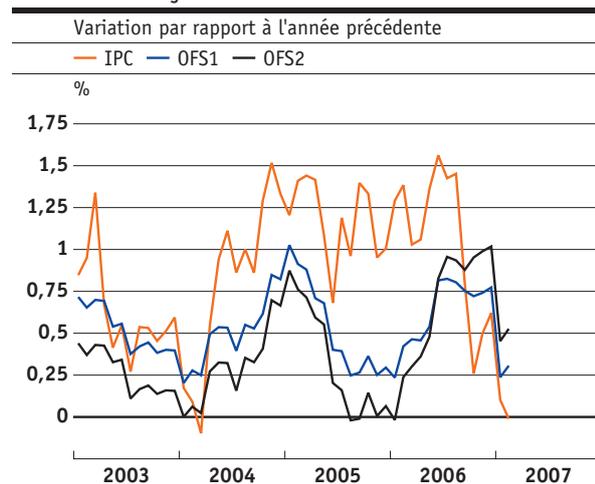
L'inflation sous-jacente calculée à l'aide de la moyenne tronquée a diminué de 0,1 point entre novembre et février pour s'établir à 0,8%; en août, elle était encore de 1,2%. La *dynamic factor inflation* a, à l'inverse, poursuivi sa tendance légèrement haussière: après avoir atteint 1,2% en novembre, elle affichait 1,3% à la mi-mars. Les deux inflations sous-jacentes calculées par l'OFS ont marqué un repli bien plus prononcé. L'une a baissé de 0,4 point pour s'inscrire à 0,3% en février et l'autre, de 0,5 point pour s'établir à 0,5%. L'écart substantiel entre les inflations sous-jacentes établies par l'OFS et l'inflation sous-jacente calculée à l'aide de la moyenne tronquée s'explique par le fait que cette dernière ne tient pas compte des fortes fluctuations des prix de l'habillement et des chaussures ainsi que de l'électricité et des services de télécommunication.

Graphique 2.17  
Inflation sous-jacente de la BNS



Sources: OFS et BNS

Graphique 2.18  
Inflation sous-jacente de l'OFS



Source: OFS

**Indice suisse des prix à la consommation et composantes**  
Variation en % par rapport à l'année précédente

Tableau 2.2

	2006	2006			2006		2007	
		2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.	Novembre	Décembre	Janvier	Février
<b>IPC, indice général</b>	<b>1,1</b>	<b>1,3</b>	<b>1,2</b>	<b>0,5</b>	<b>0,5</b>	<b>0,6</b>	<b>0,1</b>	<b>-0,0</b>
Marchandises et services du pays	0,8	0,6	1,1	1,0	1,0	1,0	0,9	0,9
Marchandises	-0,2	-0,3	-0,1	-0,1	-0,2	-0,1	-0,2	-0,6
Services	1,1	0,9	1,4	1,3	1,3	1,3	1,2	1,3
Services privés, sans loyers	0,4	0,2	0,9	0,7	0,7	0,8	0,5	0,6
Loyers	2,0	2,1	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2	2,3
Services publics	1,2	1,0	1,3	1,4	1,3	1,4	1,4	1,4
Marchandises et services de l'étranger	1,9	3,3	1,7	-1,0	-0,8	-0,4	-1,9	-2,3
Sans produits pétroliers	0,4	0,3	0,6	0,2	0,2	0,2	-1,2	-1,4
Produits pétroliers	9,3	18,1	7,7	-6,3	-5,2	-3,3	-5,2	-6,9

Sources: OFS et BNS

### 3 Evolution monétaire

#### 3.1 Evolution des taux d'intérêt et des anticipations inflationnistes

Lors de son examen de la situation économique et monétaire de décembre 2006, la Banque nationale a décidé de relever de 0,25 point, avec effet immédiat, la marge de fluctuation du Libor pour dépôts à trois mois en francs et de la porter ainsi à 1,50%–2,50%. Elle a également annoncé son intention de poursuivre sa stratégie de normalisation graduelle des taux d'intérêt si l'économie évoluait comme prévu.

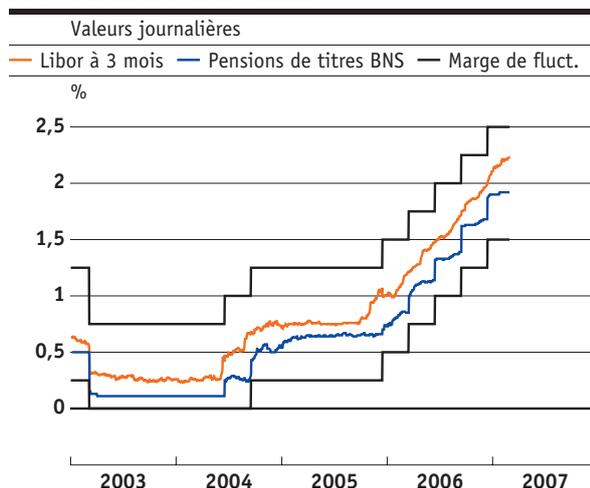
##### Attente d'un nouveau durcissement de la politique monétaire

Sur le marché monétaire, l'évolution entre la mi-décembre 2006 et la mi-mars 2007 montre que les opérateurs s'attendaient à un nouveau relèvement de la marge de fluctuation. Le Libor pour dépôts à trois mois en francs a augmenté continuellement, passant de 2% après la décision prise à la mi-décembre à 2,25% à la mi-mars. La perspective d'une prochaine hausse de la marge de fluctuation du Libor à trois mois s'est également reflétée sur le marché des contrats à terme (*futures*). A fin février, le taux d'intérêt appliqué aux *futures* à exécuter à la mi-mars s'établissait à 2,26% (voir graphique 3.2), ce qui indique l'attente d'un relèvement de 25 points de base du Libor. Quant aux taux d'intérêt appliqués aux *futures* à exécuter en juin, en septembre et en décembre 2007, ils ont légèrement augmenté après la mi-décembre pour s'inscrire à respectivement 2,46%, 2,56% et 2,61%. A fin février, les opérateurs tablaient par conséquent, jusqu'à la fin de l'année, sur au moins deux relèvements de 25 points de base chacun de la marge de fluctuation du Libor.

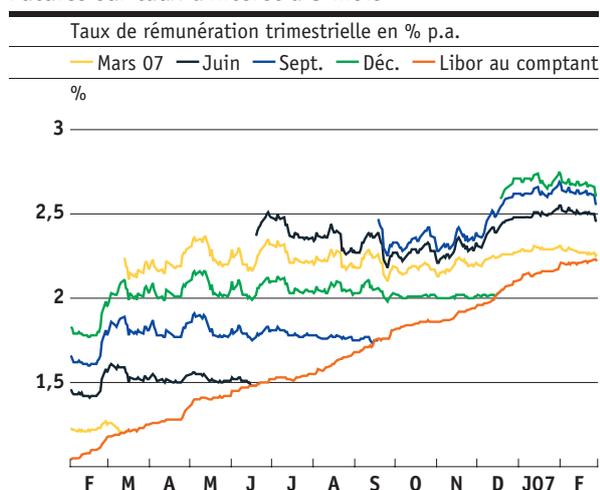
##### Evolution des taux d'intérêt à court terme sur le plan international

Depuis la mi-décembre 2006, les taux d'intérêt à court terme en Suisse ont augmenté de 25 points de base, tandis que le Libor pour dépôts à trois mois en euros progressait de 22 points de base. Il s'établissait en effet à 3,90% à la mi-mars, contre 3,68% à la mi-décembre. Aussi l'écart entre les rémunérations servies sur les dépôts à trois mois en euros et en francs a-t-il quelque peu dimi-

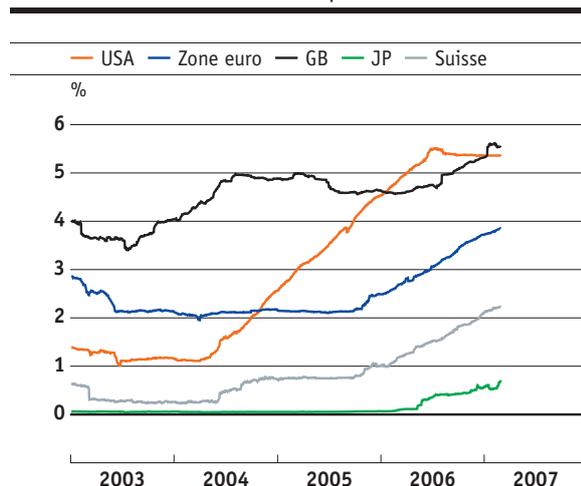
Graphique 3.1  
Taux d'intérêt à court terme



Graphique 3.2  
Futures sur taux d'intérêt à 3 mois



Graphique 3.3  
Taux d'intérêt à 3 mois sur le plan international



Source pour graphiques 3.1, 3.2 et 3.3: BNS

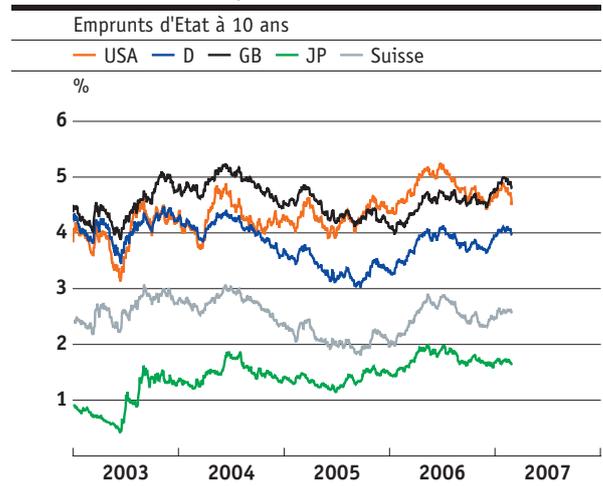
nué, passant de 1,68 point à 1,65 point. En revanche, les taux d'intérêt à court terme se sont légèrement repliés aux Etats-Unis, bien que la Réserve fédérale ait maintenu son taux directeur inchangé à 5,25% depuis le début du mois d'août 2006. L'écart entre les rémunérations des dépôts à trois mois en dollars et en francs s'est par conséquent réduit une nouvelle fois. Il était de 3,10 points à la mi-mars, contre 3,36 points à la mi-décembre.

### Evolution non homogène des taux d'intérêt à long terme

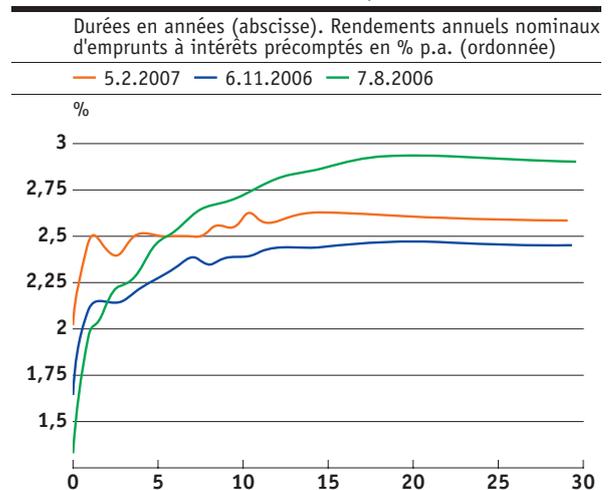
En Suisse et en Allemagne, les rendements à long terme ont augmenté entre la mi-décembre et la mi-mars, après avoir marqué un repli au second semestre de 2006 (voir graphique 3.4). Le rendement des obligations à dix ans de la Confédération s'établissait à 2,44% à la mi-décembre et à 2,61% à la mi-mars, d'où une hausse de 17 points de base. Celui des emprunts allemands correspondants a progressé dans le même laps de temps de 13 points de base, passant à 3,94%. Par contre, le rendement des bons du Trésor des Etats-Unis à dix ans a diminué de 7 points de base pour s'inscrire à 4,53% à la mi-mars. L'environnement conjoncturel robuste a sans doute poussé les rendements à la hausse, notamment en Suisse et dans la zone euro, alors que le recul des marchés des actions a renforcé la demande d'obligations et, par conséquent, tiré les rendements à la baisse.

Le graphique 3.6 montre l'évolution des rendements nominaux, pour diverses durées, d'emprunts à intérêts précomptés de la Confédération suisse. On peut en déduire que les rendements ont augmenté pour toutes les durées. Comme l'indique le graphique 3.5, la courbe des taux d'intérêt est très plate pour les durées dépassant un an.

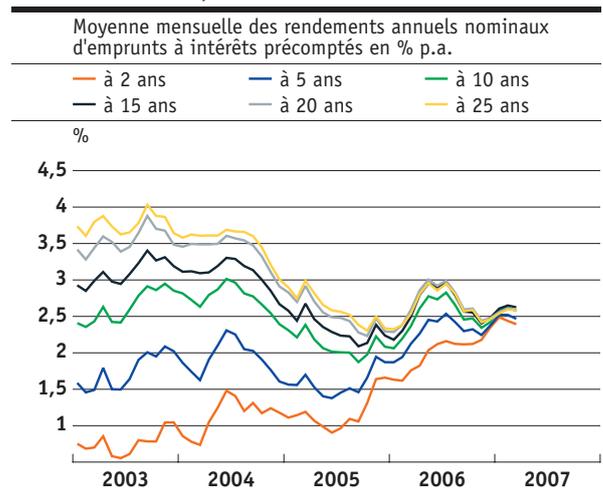
Graphique 3.4  
Taux d'intérêt sur le plan international



Graphique 3.5  
Structure des taux d'intérêt d'emprunts fédéraux



Graphique 3.6  
Rendements d'emprunts fédéraux



Sources pour graphique 3.4: Thomson Datastream et BNS

Source pour graphiques 3.5 et 3.6: BNS

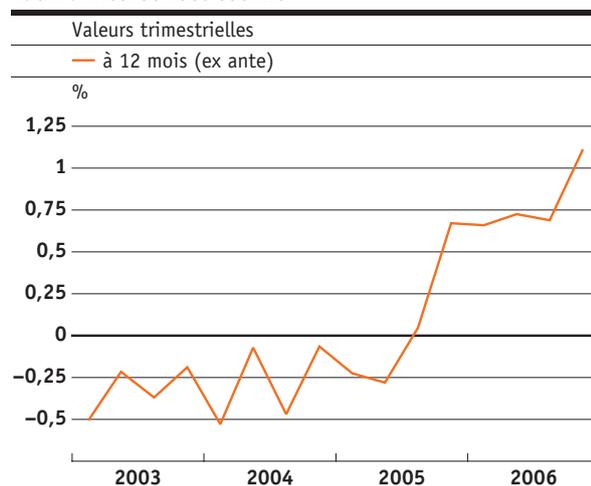
### Hausse des taux courts en termes réels

Le graphique 3.7 illustre l'évolution du taux d'intérêt réel à un an. Le taux réel correspond à la différence entre le taux d'intérêt nominal à douze mois et la hausse, attendue dans cette période, des prix à la consommation, hausse qui est estimée à l'aide de la moyenne des prévisions de divers instituts conjoncturels (prévisions consensuelles de février 2007<sup>2</sup>). Ainsi calculé, le taux d'intérêt réel s'élevait à 1,1% au quatrième trimestre de 2006 et dépassait nettement son niveau du trimestre précédent (0,7%). Son évolution s'explique par la hausse des taux nominaux et par des anticipations inflationnistes en baisse à court terme du fait du fléchissement du prix du pétrole. Le taux réel à un an était encore inférieur de 50 points de base à sa moyenne à long terme (1,6%).

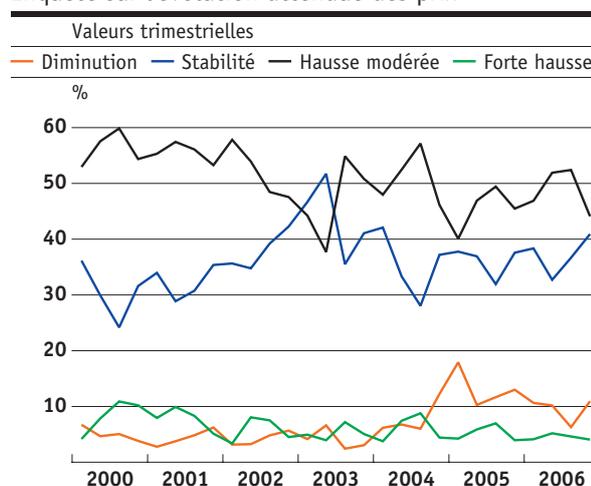
Les données que le SECO a publiées en février sur le climat de consommation indiquent elles aussi des anticipations inflationnistes plus basses à court terme. Par rapport au trimestre précédent, la part des consommateurs attendant des hausses de prix au cours des douze prochains mois a diminué (voir graphique 3.8).

2 Voir tableau 1.1.

Graphique 3.7  
Taux d'intérêt réel estimé



Graphique 3.8  
Enquête sur l'évolution attendue des prix



Source pour graphique 3.7: BNS

Sources pour graphique 3.8: SECO et BNS

## 3.2 Cours de change

### Marchés des changes plus volatils

A la mi-mars, la relation de change entre l'euro et le dollar des Etats-Unis était approximativement à son niveau de la mi-décembre. Dans une première phase, le franc a fléchi face à l'euro pour s'établir, à la mi-février, à son niveau le plus bas depuis l'introduction de la monnaie unique en 1999. Il s'est ensuite raffermi. L'euro valait 1,607 franc à la mi-mars, contre 1,597 à la mi-décembre. Quant au dollar, il s'est légèrement revalorisé, passant de 1,207 franc à la mi-décembre à 1,218 à la mi-mars.

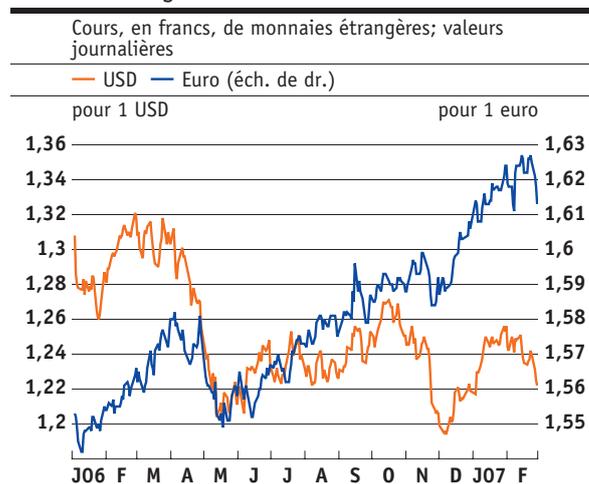
En données pondérées par les exportations et corrigées des écarts entre les taux d'inflation, la valeur extérieure du franc a quelque peu diminué depuis la mi-décembre. Par rapport à la zone euro, elle a retrouvé son niveau du début des années nonante. En termes réels, le franc n'a toutefois pas faibli sensiblement face à toutes les monnaies. Vis-à-vis des monnaies des 24 principaux partenaires commerciaux, le franc a rejoint son niveau du début de 2000 (voir graphique 3.10). L'environnement conjoncturel favorable et la bonne stabilité des prix ont sans doute contribué à soutenir le franc, en particulier vis-à-vis de l'euro.

### Conditions monétaires plus expansionnistes

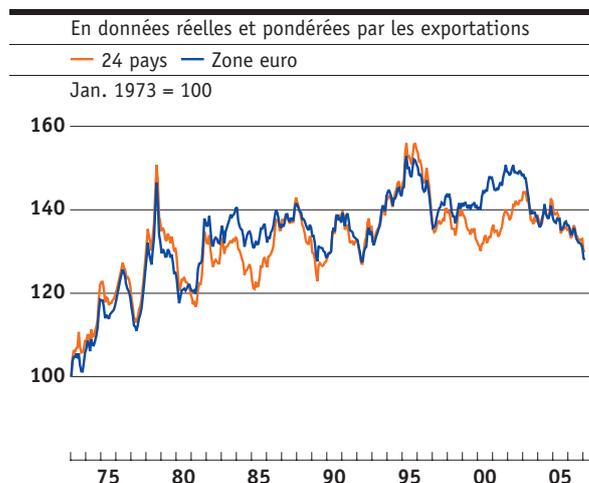
L'indice des conditions monétaires (ICM), qui combine le Libor à trois mois et la valeur extérieure du franc, en données nominales et pondérées par les exportations, est un indicateur des conditions auxquelles l'économie suisse est confrontée sur le plan monétaire. L'ICM est remis à zéro après chaque examen trimestriel de la situation économique et monétaire. Si l'indice est dans la zone positive (dans la zone négative), cela signifie un durcissement (un assouplissement) des conditions monétaires (voir encadré «Indice des conditions monétaires (ICM)», Bulletin trimestriel 1/2004, p. 27).

Avec une pondération des variations du Libor à trois mois et de la valeur extérieure du franc dans un rapport de 3 pour 1, l'indice s'est maintenu dans la zone négative depuis la mi-décembre, ce qui reflète des conditions monétaires plus expansionnistes en Suisse (voir graphique 3.11). Il s'établissait à -15 points de base à fin février. Ainsi, la hausse continue du Libor à trois mois a été plus que compensée par la baisse de la valeur extérieure du franc en données nominales et pondérées par les exportations.

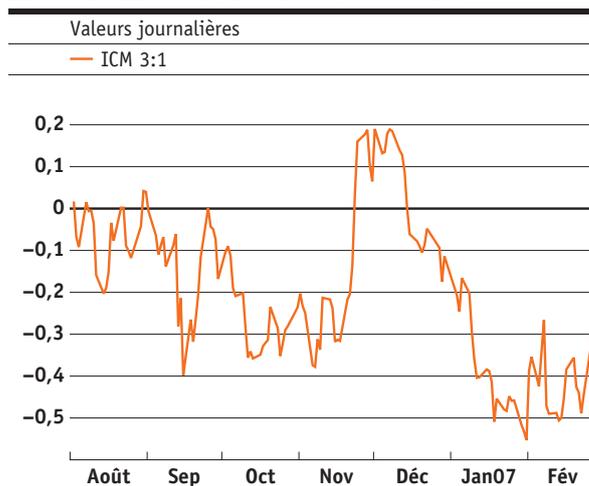
Graphique 3.9  
Cours de change



Graphique 3.10  
Valeur extérieure du franc



Graphique 3.11  
Indice nominal des conditions monétaires



Source pour graphiques 3.9, 3.10 et 3.11: BNS

### 3.3 Cours des actions et prix de l'immobilier et des matières premières

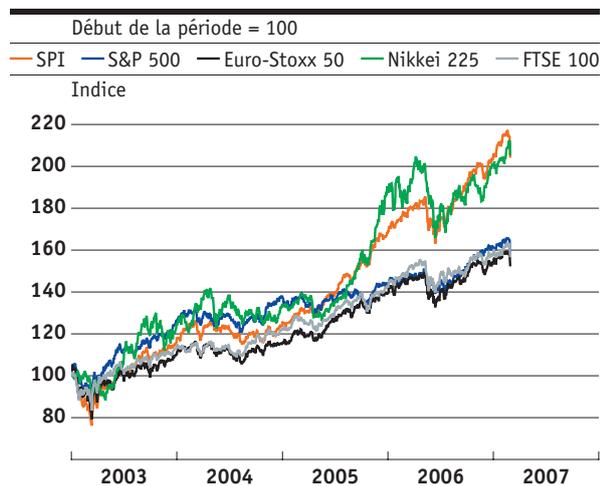
L'évolution des cours et des prix sur les marchés des actions, de l'immobilier et des matières premières peut fournir des signaux au sujet des anticipations inflationnistes qui se forgeront. Les fluctuations des prix sur ces marchés peuvent également engendrer des effets de patrimoine et, partant, influencer sur l'épargne et les investissements des ménages et des entreprises. Depuis l'examen de la situation économique et monétaire de décembre 2006, l'évolution sur le marché de l'immobilier a probablement eu des effets positifs sur les patrimoines. Il pourrait en résulter des dépenses de consommation plus élevées et de plus fortes pressions à la hausse sur les prix. D'un autre côté, les prix de la plupart des matières premières, en particulier du pétrole, ont fléchi, ce qui modère les anticipations inflationnistes.

#### Incertitudes accrues sur les marchés des actions

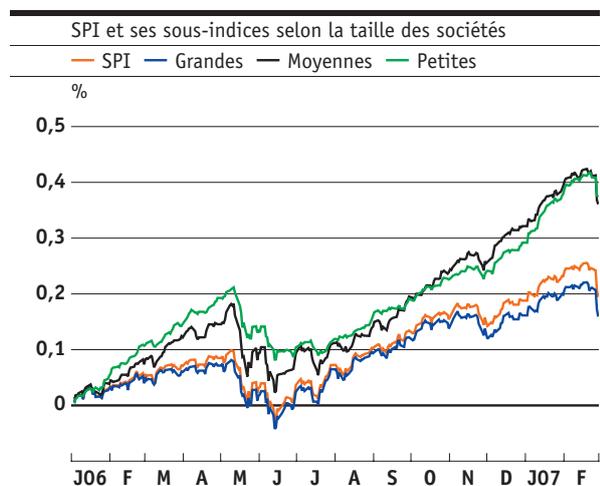
Entre la mi-décembre et la mi-février, la plupart des marchés des actions ont continué leur progression, du fait de la bonne conjoncture mondiale, pour atteindre de nouveaux records. Aux Etats-Unis, l'indice S&P 500 a augmenté dans cette période de 2,2%. L'indice européen Euro-Stoxx 50 a quant à lui gagné environ 3,1%. Le Swiss Performance Index (SPI) a progressé de 6,8%. Sa hausse – toutes les branches y ont contribué (voir graphique 3.14) – s'est donc inscrite au-dessus de la moyenne. Les valeurs des entreprises de la construction et de l'industrie sont celles qui ont le plus progressé. En général, les plus fortes hausses ont été observées pour les titres des petites et moyennes entreprises, qui avaient enregistré, en 2006 déjà, une performance supérieure à celle des valeurs des grandes sociétés. Cette évolution favorable s'explique principalement par l'essor des exportations. Le marché boursier suisse a de façon générale été stimulé par les bénéfices élevés des entreprises, les forts dividendes versés, des fusions et reprises et la baisse du prix du pétrole.

Le mouvement de hausse s'est achevé abruptement à fin février. Le 27 février, l'indice composite de la bourse de Shanghai a chuté de 8,8%, enregistrant ainsi la plus forte baisse journalière depuis une décennie. Les autres marchés ont suivi. En un jour, le SPI et le S&P 500 ont reculé d'environ 3,5%,

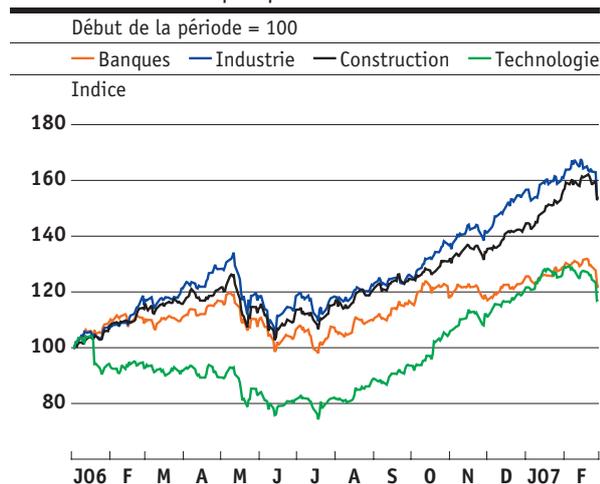
Graphique 3.12  
Cours des actions



Graphique 3.13  
Performance des actions suisses



Graphique 3.14  
SPI - Evolution de quelques branches



Sources pour graphique 3.12: Thomson Datastream et Bloomberg

Source pour graphique 3.13: SWX Swiss Exchange

Source pour graphique 3.14: Thomson Datastream

tandis que l'Euro-Stoxx 50 perdait 2,7%. Cette correction des cours a sensiblement accru la volatilité des marchés, un signe d'incertitudes (voir graphique 3.15). La volatilité s'est maintenue à un très bas niveau entre le mois de septembre 2006 et la mi-février 2007. Elle a fortement augmenté vers la fin de février.

### Evolution modérée des prix et des loyers sur le marché de l'immobilier

Au quatrième trimestre de 2006, les prix et loyers ont continué à évoluer modérément sur le marché des logements. Les loyers des appartements – le plus gros segment du marché suisse des logements – l'attestent. Ils entrent pour environ 20% dans la composition de l'indice suisse des prix à la consommation. En termes réels, les loyers des appartements ont augmenté en un an de 2,7% au quatrième trimestre, après 2,1% au trimestre précédent. Il convient de souligner que cette statistique repose en grande partie sur les loyers des anciens appartements. Les loyers des nouveaux appartements, qui avaient diminué de 1,8% au troisième trimestre de 2006, ont progressé de 0,2% seulement au trimestre suivant. L'évolution du segment des maisons familiales et de celui des appartements en propriété par étage est elle aussi utile à l'analyse, en dépit du fait que les parts de ces segments dans l'ensemble du marché sont nettement plus faibles. Les prix des maisons familiales et ceux des appartements en pro-

priété par étage ont suivi une tendance semblable à celle des loyers. Au quatrième trimestre, ils dépassaient de 1,2% leur niveau de la période correspondante de 2005. Sur le marché des logements, l'offre s'est jusque-là ajustée à la demande, plus vive du fait de la bonne conjoncture. On s'attend à ce que l'évolution des prix et des loyers reste modérée ces prochains trimestres. Il y a cependant de sensibles différences d'une région à l'autre.

Les loyers des surfaces industrielles et des bureaux n'ont pas évolué de manière homogène. Ceux des surfaces industrielles ont augmenté de 3,3%, alors que ceux des bureaux ont reculé pour le troisième trimestre consécutif.

### Baisse des prix des matières premières

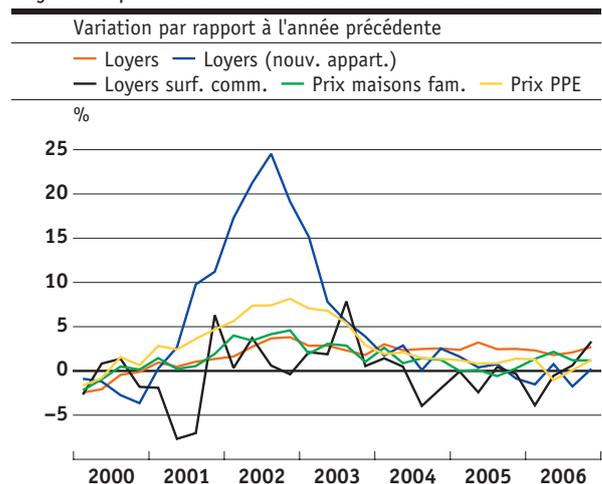
Les prix de la plupart des matières premières ont marqué une forte volatilité. Ils ont fléchi en décembre, et ce mouvement s'est poursuivi jusqu'à la mi-janvier. Depuis, ils ont en partie regagné le terrain perdu. A la mi-mars, l'indice des matières premières que calcule Goldman Sachs était inférieur de 2,7% au niveau observé trois mois auparavant. L'or en particulier n'a pas suivi le mouvement de baisse. Son prix a augmenté de 2,5% dans cette période. Les prix de l'énergie ont diminué. Le prix du baril de pétrole brut, qui s'établissait à 62 dollars à la mi-décembre, a reculé, passant à 51 dollars en janvier. Il s'est ensuite redressé pour s'inscrire à 61 dollars à la mi-mars.

Graphique 3.15  
Volatilité des rendements des actions



Sources: Thomson Datastream et BNS

Graphique 3.16  
Loyers et prix de l'immobilier en termes réels



Source: Wüest & Partner

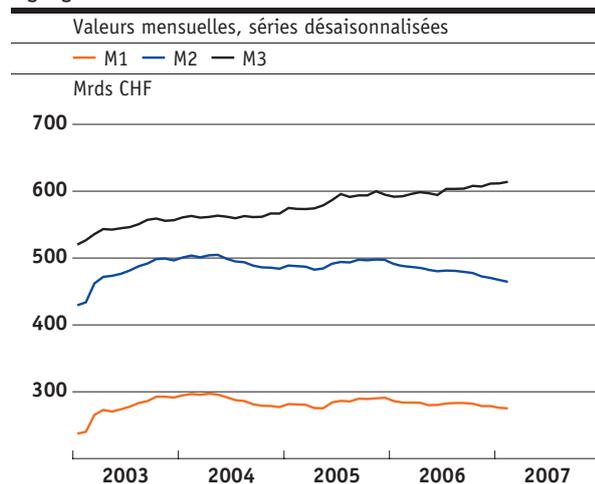
## 3.4 Agrégats monétaires

### Croissance plus forte de M3

En février 2007, M3 dépassait de 3,6% son niveau du mois correspondant de l'année précédente. Sa progression s'explique principalement par l'évolution des dépôts à terme, dépôts qui se sont accrus de 44,9%. Les dépôts à vue, les comptes de transactions et les dépôts d'épargne ont par contre fléchi en comparaison annuelle. Ces mouvements laissent supposer des remaniements de portefeuille dans une phase de hausse des taux d'intérêt. En février, les masses monétaires M1 (numéraire en circulation, dépôts à vue et comptes de transactions) et M2 (M1 et dépôts d'épargne) ont continué à diminuer en comparaison annuelle. Elles étaient inférieures de respectivement 3% et 4,9% à leur niveau du même mois de 2006. Alors que M1 est restée à un niveau relativement stable depuis le milieu de 2005, M2 était en février nettement au-dessous du niveau observé il y a deux ans (voir graphique 3.17).

Pour porter un jugement sur l'approvisionnement de l'économie en liquidités et les possibles risques d'inflation qui peuvent en résulter, on cherche à déterminer s'il y a un excédent de monnaie. Plusieurs méthodes sont à disposition à cet effet. La BNS recourt à l'*ECM-money gap* (voir encadré «Croissance des agrégats monétaires et inflation», Bulletin trimestriel 1/2005, p. 33). La masse

Graphique 3.17  
Agrégats monétaires



Source: BNS

### Agrégats monétaires<sup>1</sup>

Tableau 3.1

	2005	2006	2005	2006					2007	
			4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> trim.	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.	Décembre	Janvier	Février
<b>Monnaie centrale<sup>2</sup></b>	<b>41,9</b>	<b>43,1</b>	<b>42,7</b>	<b>43,3</b>	<b>43,3</b>	<b>42,3</b>	<b>43,6</b>	<b>45,5</b>	<b>45,2</b>	<b>44,2</b>
<i>Variation<sup>3</sup></i>	0,4	3,0	2,0	3,0	4,2	2,6	2,2	1,8	3,7	2,6
<b>M1<sup>2</sup></b>	<b>284,2</b>	<b>282,2</b>	<b>290,9</b>	<b>286,4</b>	<b>281,6</b>	<b>280,1</b>	<b>280,6</b>	<b>277,9</b>	<b>278,8</b>	<b>278,8</b>
<i>Variation<sup>3</sup></i>	-1,5	-0,7	4,3	1,3	1,1	-1,5	-3,6	-4,3	-3,5	-3,0
<b>M2<sup>2</sup></b>	<b>491,6</b>	<b>481,4</b>	<b>497,5</b>	<b>491,7</b>	<b>483,1</b>	<b>476,9</b>	<b>473,7</b>	<b>470,0</b>	<b>471,0</b>	<b>469,2</b>
<i>Variation<sup>3</sup></i>	-0,8	-2,1	2,5	0,1	-0,7	-2,9	-4,8	-5,4	-4,9	-4,9
<b>M3<sup>2</sup></b>	<b>585,9</b>	<b>600,6</b>	<b>595,9</b>	<b>595,4</b>	<b>597,7</b>	<b>600,7</b>	<b>608,5</b>	<b>611,3</b>	<b>615,1</b>	<b>616,7</b>
<i>Variation<sup>3</sup></i>	4,2	2,5	5,5	3,3	2,9	1,7	2,1	2,8	3,4	3,6

1 Définition 1995.

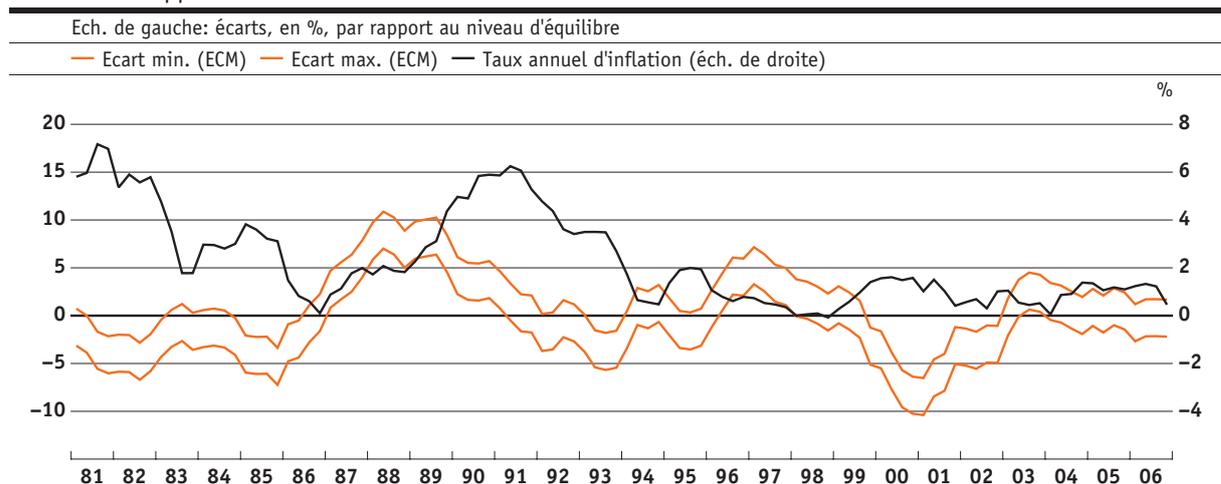
2 Niveau en milliards de francs.

3 Variation en % par rapport à l'année précédente.

Source: BNS

monétaire d'équilibre, un indicateur du niveau approprié de l'approvisionnement de l'économie en liquidités, est estimée à partir du volume des transactions au sein de l'économie et des coûts d'opportunité de la détention de monnaie. Si le niveau observé de la masse monétaire est supérieur au niveau d'équilibre, la dotation de l'économie en liquidités est trop abondante, ce qui peut engendrer une accélération du renchérissement dans les quatre à six trimestres suivants. Le graphique 3.18 montre les écarts, en pourcentage, entre la masse monétaire M3 et son niveau d'équilibre. Pour tenir compte des incertitudes statistiques, l'excédent de liquidités est estimé sous la forme d'une marge de part et d'autre d'un écart type. Comme la ligne zéro était toujours, depuis le début de 2004, entre l'estimation haute et l'estimation basse de l'excédent de liquidités, il ne faut pas s'attendre, selon cet indicateur, à ce que les prix subissent des pressions à la hausse, venant du côté monétaire, au cours des prochains trimestres.

Graphique 3.18  
Écarts dans l'approvisionnement en monnaie et taux annuel d'inflation



Source: BNS

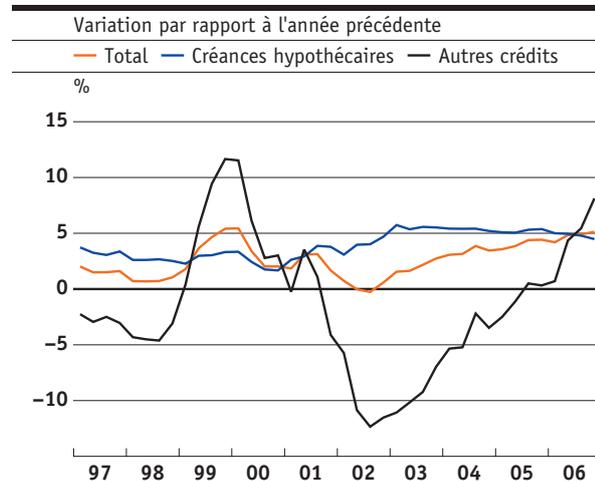
## 3.5 Crédits

### Croissance plus vive des crédits

Au quatrième trimestre de 2006, les crédits ont progressé à des rythmes variant d'un type de prêts à l'autre. Comme le montre le graphique 3.19, les prêts hypothécaires – ils constituent plus de 80% du total des crédits bancaires – ont augmenté en comparaison annuelle de 4,5%, soit moins fortement qu'au trimestre précédent (4,8%). La croissance des prêts hypothécaires aux ménages a faibli d'un trimestre à l'autre, mais est restée sensible. En revanche, les prêts hypothécaires aux entreprises ont continué à progresser à un rythme modeste (0,7%). Les autres crédits – ils avaient marqué un recul jusqu'au milieu de 2005 – dépassaient de 8,1%, au quatrième trimestre, leur niveau de la période correspondante de 2005. Leur augmentation s'explique principalement par l'évolution de la partie non gagée. La partie non gagée des autres crédits s'est en effet accrue de 13,4%, après 9,3% au troisième trimestre. Elle avait continuellement reculé entre le troisième trimestre de 2001 et le premier trimestre de 2006. La vive expansion des crédits non gagés indique que les banques sont davantage disposées à octroyer des crédits sans garanties dans une phase de bonne conjoncture.

Pris globalement, les crédits ont augmenté de 5,1% au quatrième trimestre, soit un peu plus vigoureuusement qu'au trimestre précédent. Il ressort du tableau 3.2 que leur croissance a découlé aussi bien des crédits aux ménages que de ceux qui ont été accordés aux entreprises. D'un trimestre à l'autre, la progression des crédits aux entreprises s'est accélérée.

Graphique 3.19  
Crédits bancaires



Source : BNS

### Crédits bancaires

Variation en % par rapport à l'année précédente

Tableau 3.2

	2005		2006		2007					
			4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> trim.	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.	Novembre	Décembre	Janvier
<b>Total</b>	<b>4,1</b>	<b>4,8</b>	<b>4,4</b>	<b>4,2</b>	<b>4,8</b>	<b>4,9</b>	<b>5,1</b>	<b>5,2</b>	<b>5,2</b>	<b>5,0</b>
Ménages	6,5	6,1	7,2	6,0	6,6	5,8	5,9	6,6	5,5	5,2
Entreprises	0,9	1,6	0,2	0,2	1,0	2,4	3,4	3,0	4,1	3,5
Créances hypothécaires	5,2	4,8	5,4	5,0	4,9	4,8	4,5	4,5	4,3	4,2
dont ménages	6,9	5,5	6,9	5,7	5,7	5,4	5,3	5,4	5,0	4,8
dont entreprises	3,1	1,2	2,8	1,8	1,5	1,3	0,7	0,2	0,6	0,8
Autres crédits	-0,7	4,6	0,3	0,7	4,4	5,4	8,1	8,7	9,6	8,9
dont gagés	2,6	2,5	4,0	3,5	4,4	0,6	1,5	1,1	3,2	8,0
dont non gagés	-3,1	6,3	-2,4	-1,4	4,3	9,3	13,4	14,8	14,9	9,6

Source: BNS

## Décalage entre la croissance de la masse monétaire et celle des crédits

Dans la zone euro, tant les agrégats monétaires que les crédits ont fortement augmenté ces derniers trimestres. En Suisse par contre, les agrégats monétaires ont diminué (M1 et M2) ou progressé très faiblement (M3), alors que la croissance des crédits s'est accélérée. La relation existant entre la masse monétaire et les crédits peut être analysée de manière plus approfondie à l'aide de corrélations.

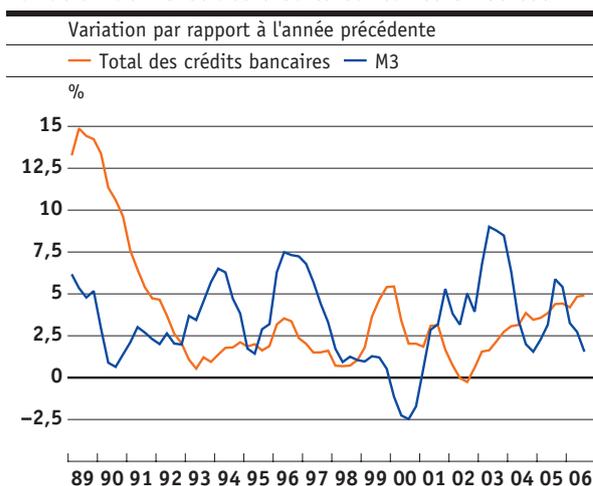
Le graphique 3.21 montre les corrélations croisées entre la croissance de M3 et celle des crédits tant pour la Suisse que pour la zone euro<sup>3</sup>. Nous avons retenu uniquement la masse monétaire M3 étant donné que la BCE recourt à cet agrégat, comme variable de référence, en plus de la définition de la stabilité des prix. Une croissance de la masse monétaire devrait engendrer une augmentation immédiate des dépôts dans les banques commerciales et, partant, de l'actif et du passif des bilans bancaires. Les banques commerciales pourraient convertir rapidement en crédits les disponibilités plus abondantes qu'elles détiennent à l'actif de leurs bilans. Le volume des crédits se caractérise cependant par une certaine rigidité parce que les prêts sont des contrats financiers assortis de

durées diverses et présentant une faible liquidité. Le graphique 3.21 montre que, dans les faits, aucune corrélation positive simultanée n'existe entre la croissance de la masse monétaire et celle des crédits. Plusieurs mois s'écoulent avant que les banques n'accroissent leurs crédits. Les corrélations croisées indiquent que la croissance de la masse monétaire a des effets ultérieurs sur le volume des crédits. En Suisse et dans la zone euro, une accélération de la croissance de M3 engendre, avec un décalage de douze trimestres, des octrois plus nombreux de crédits. Cela signifie, inversement, qu'une croissance plus faible de M3 conduit, avec un décalage de douze trimestres, à un ralentissement dans les octrois de crédits.

Les évolutions divergentes qu'on observe actuellement dans la zone euro et en Suisse pourraient s'expliquer comme il suit. Ces trois dernières années, la croissance de M3 a été forte dans la zone euro. Par conséquent, les octrois de crédits devraient continuer à augmenter. En Suisse, la progression de M3 est moins vigoureuse depuis le milieu de 2006, mais le volume des crédits, du fait du décalage décrit ci-dessus, augmente encore à un rythme qui s'accélère.

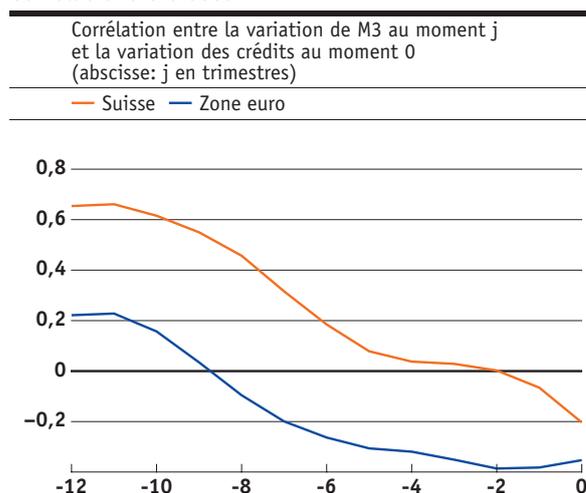
3 Des données sur les crédits dans la zone euro ne sont disponibles que depuis 1998. Les calculs ont été effectués pour la période allant du troisième trimestre de 1998 au troisième trimestre de 2006.

Graphique 3.20  
Variation de M3 et des crédits bancaires en Suisse



Source: BNS

Graphique 3.21  
Corrélations croisées



Source: BNS

## 4 Prédiction d'inflation de la BNS

La politique monétaire agit avec un décalage considérable sur la production et les prix. En Suisse, les mesures de politique monétaire exercent leurs influences maximales sur le taux d'inflation après trois ans environ. Par conséquent, la Banque nationale fixe le cap de sa politique monétaire en fonction non pas de l'inflation actuelle, mais de celle qui résulterait, dans deux ou trois ans, d'une politique monétaire inchangée. La prédiction d'inflation constitue un des trois éléments clés de la stratégie de politique monétaire de la BNS, les deux autres étant la définition de la stabilité des prix et la marge de fluctuation assignée au Libor pour dépôts à trois mois en francs.

### 4.1 Hypothèses sur l'évolution de l'économie mondiale

Les prévisions d'inflation de la BNS s'inscrivent dans un scénario englobant la conjoncture mondiale. Ce scénario prend en compte l'évolution que la BNS considère comme la plus probable pour l'économie mondiale au cours des trois prochaines années. Le tableau 4.1 précise les principales hypothèses exogènes qui ont été retenues pour les prévisions d'inflation de décembre 2006 et de mars 2007.

#### Conjoncture mondiale toujours robuste

Par rapport à ce qui avait été retenu pour l'appréciation de la situation économique et monétaire de décembre, l'environnement économique international ne s'est que légèrement modifié. Dans le cas des Etats-Unis, les prévisions de croissance pour les années 2007 et 2008 ont été révisées quelque peu à la baisse étant donné la faiblesse persistante qui caractérise le marché de l'immobilier et le secteur de l'automobile. Du côté de l'Europe, elles sont restées inchangées. A moyen terme, on table toujours sur une croissance robuste dans ces deux zones économiques; jusqu'à la fin de la période sur laquelle porte la prédiction d'inflation, la croissance devrait se rapprocher du potentiel, soit d'environ 3% pour les Etats-Unis et de 2% pour l'UE. L'hypothèse retenue au sujet du prix du pétrole a été légèrement revue à la baisse. Quant à la relation de change entre le dollar et l'euro, elle a été fixée pour toute la période à 1,30, contre 1,27 en décembre.

Hypothèses retenues pour les prévisions d'inflation

Tableau 4.1

	2007	2008	2009
<b>Prédiction de mars 2007</b>			
PIB USA <sup>1</sup>	2,8	3,1	3,0
PIB UE (à 15) <sup>1</sup>	2,3	2,2	2,1
Cours de l'euro en dollars <sup>2</sup>	1,30	1,30	1,30
Prix du baril de pétrole en dollars <sup>2</sup>	55,0	55,0	55,0
<b>Prédiction de décembre 2006</b>			
PIB USA <sup>1</sup>	2,9	3,2	3,0
PIB UE (à 15) <sup>1</sup>	2,3	2,2	2,1
Cours de l'euro en dollars <sup>2</sup>	1,27	1,27	1,27
Prix du baril de pétrole en dollars <sup>2</sup>	58,0	58,0	58,0

1 Variation en %.

2 Niveau.

## La prévision d'inflation, un élément de la stratégie de politique monétaire

Conformément à la loi, la Banque nationale suisse (BNS) a pour mission d'assurer la stabilité des prix tout en tenant compte de l'évolution de la conjoncture.

Pour remplir cette mission, la BNS a développé une stratégie de politique monétaire comportant trois éléments. Premièrement, la BNS entend par stabilité des prix une hausse annuelle de l'indice suisse des prix à la consommation (IPC) de moins de 2%. Ainsi, elle prend en considération le fait que le renchérissement est en réalité légèrement inférieur à ce qui ressort de l'IPC. En outre, elle estime que le renchérissement doit pouvoir fluctuer quelque peu dans le cycle conjoncturel. La BNS – deuxième élément –

résume chaque trimestre, sous forme d'une prévision d'inflation, son appréciation de la situation et des mesures de politique monétaire à prendre. Cette prévision, qui repose sur l'hypothèse d'un taux d'intérêt à court terme constant, montre l'évolution de l'IPC que la BNS attend pour les trois prochaines années. Enfin, troisième élément, la BNS fixe un objectif opérationnel sous forme d'une marge de fluctuation assignée au Libor pour les dépôts à trois mois en francs. La marge de fluctuation lui offre une certaine souplesse et lui permet de réagir à des évolutions inattendues sur les marchés monétaire et des changes sans avoir à modifier le cap fondamental qu'elle a donné à sa politique monétaire.

## 4.2 Prédiction d'inflation du 1<sup>er</sup> trimestre de 2007 au 4<sup>e</sup> trimestre de 2009

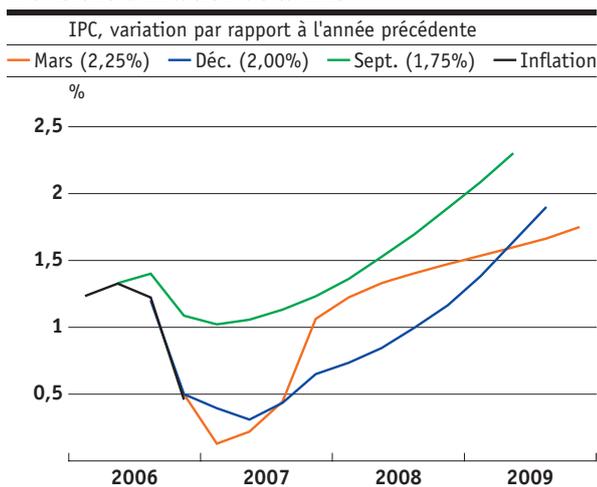
La prédiction d'inflation qui est publiée chaque trimestre est le résultat d'une analyse de divers indicateurs, d'estimations faites à l'aide de modèles et de la prise en compte d'éventuels facteurs spéciaux. Elle montre l'évolution attendue dans l'hypothèse d'un Libor à trois mois restant constant pendant toute la période sur laquelle elle porte. Les prévisions d'inflation de septembre et de décembre 2006 ainsi que de mars 2007 font l'objet du graphique 4.1. La prédiction de mars couvre une période allant du premier trimestre de 2007 au quatrième trimestre de 2009. Elle a été établie sur la base d'un Libor à trois mois de 2,25%. Elle montre donc l'évolution de l'inflation si le Libor est maintenu dans la zone médiane de la marge de fluctuation que la BNS a relevée de 25 points de base, le 15 mars, pour la porter à 1,75%–2,75%. Les prévisions de décembre et de septembre reposaient sur un Libor à trois mois de respectivement 2% et 1,75%.

Les perspectives de renchérissement se sont modifiées par rapport à ce qui ressortait de l'examen de la situation économique et monétaire de décembre 2006. La courbe de l'inflation en 2007 est inférieure à celle qui était alors attendue. L'inflation annuelle repart à la hausse, à partir du milieu de 2007, quand auront pris fin les effets modérateurs de la baisse du prix du pétrole, dans la seconde moitié de 2006, sur le renchérissement. Cette accélération de l'inflation est plus forte que ce que la BNS attendait en décembre dernier. Cela est dû à l'affaiblisse-

ment du franc, qui a en partie neutralisé les effets du relèvement, opéré en décembre, de la marge de fluctuation du Libor à trois mois. Cette évolution du franc stimule la conjoncture et pousse à la hausse les prix à l'importation, d'où un renchérissement plus élevé dans cette phase. Au cours de 2009, la courbe ressortant de la nouvelle prédiction d'inflation passe de nouveau au-dessous de celle de décembre. Il faut y voir les effets modérateurs du relèvement, décidé ce jour, du taux de référence. Jusqu'à la fin de la période sur laquelle porte la prédiction, le taux d'inflation s'inscrit au-dessous de 2% et, partant, reste dans la zone que la BNS assimile à la stabilité des prix. Mais avec le temps, la dynamique de l'inflation se renforce toujours. Cela montre que la politique monétaire est encore légèrement expansionniste, même avec un Libor à trois mois de 2,25%.

Par le relèvement de 25 points de base du Libor à trois mois qu'elle a décidé le 15 mars, la BNS poursuit la normalisation graduelle de sa politique monétaire. Elle devra probablement continuer à normaliser encore sa politique pour assurer à plus long terme la stabilité des prix. Actuellement, l'appréciation des perspectives d'inflation est toutefois entachée d'incertitudes accrues. D'un côté, des adaptations structurelles au sein de l'économie ont des effets plutôt modérateurs sur les prix. De l'autre, la hausse des coûts de production pourrait être davantage répercutée sur les prix étant donné le taux élevé d'utilisation des ressources et l'évolution des cours de change. En cas de modification des perspectives d'inflation, la Banque nationale agira en conséquence.

Graphique 4.1  
Prévisions d'inflation de la BNS



# Appréciation portée sur la conjoncture par les délégués aux relations avec l'économie régionale

Résumé du rapport destiné à la Direction générale de la Banque nationale suisse pour l'examen trimestriel de la situation de mars 2007

Les délégués de la Banque nationale suisse aux relations avec l'économie régionale sont en contact permanent avec de nombreuses entreprises des divers secteurs et branches de l'économie. Leurs rapports, qui reflètent une appréciation subjective des entreprises, constituent une source supplémentaire d'informations pour porter un jugement sur la situation économique. Les principaux résultats tirés des entretiens sur la situation actuelle et future de l'économie, entretiens qui ont été menés durant les mois de décembre 2006 à février 2007, sont résumés ci-après.

## Résumé

Les entretiens que les délégués aux relations avec l'économie régionale ont menés entre décembre 2006 et février 2007 avec quelque 150 représentants de divers secteurs et branches économiques ont été empreints d'optimisme. Après que la majorité des interlocuteurs avait jugé l'année 2006 excellente, la presque totalité a également qualifié le début de 2007 de réussi. La plupart tablait sur une poursuite de la croissance substantielle des chiffres d'affaires et ceux qui évoquaient un ralentissement de la marche des affaires étaient l'exception qui confirme

la règle. Les représentants du commerce de détail qui, il y a peu, faisaient encore preuve d'une certaine réserve, ont particulièrement gagné en confiance.

Etant donné la forte utilisation des capacités de production, les entreprises de nombreuses branches se sont montrées disposées à renforcer leurs capacités et à accroître leurs effectifs. De nouveau, leurs principales inquiétudes ont eu trait à la hausse des prix et à l'allongement des délais de livraison des matières premières et des produits intermédiaires. Les difficultés à recruter de la main-d'œuvre qualifiée ont aussi été mentionnées plus fréquemment.

# 1 Production

## Industrie

Le début de l'année s'est révélé prometteur pour la majorité des représentants de l'industrie. Le rythme élevé des commandes s'est maintenu et le nombre d'ordres en réserve, fréquemment assimilé à une quantité record, a souvent permis d'assurer la production d'une bonne partie de l'année. La demande est restée largement soutenue. Les ventes en direction de l'Europe (Allemagne, Europe de l'Est), de l'Asie et de l'Amérique latine ont évolué de façon particulièrement satisfaisante. A l'inverse, les commandes en provenance des Etats-Unis ont eu tendance à perdre de leur vigueur. Le taux d'utilisation des capacités de production, très élevé, a constitué un sujet régulièrement abordé. L'allongement des délais de livraison des matières premières et des produits intermédiaires a suscité des inquiétudes particulières, car il a eu pour conséquence des retards dans les livraisons des entreprises en aval.

L'excellente conjoncture industrielle a été sensible dans presque toutes les branches, surtout dans celles des matières plastiques, de la technologie médicale et dans l'horlogerie. Les représentants des entreprises industrielles proches de la construction se sont montrés également très satisfaits de la progression des chiffres d'affaires. Entre-temps, la reprise s'est étendue aux entreprises présentant des faiblesses structurelles et fortement axées sur le marché intérieur. Cette évolution a été facilitée par le recul du franc par rapport à l'euro, qui a rendu ces entreprises plus compétitives face à leurs concurrentes étrangères.

## Services

Le climat dans le commerce de détail s'est éclairci. Après une période de Noël estimée majoritairement satisfaisante, la reprise s'est poursuivie au début de 2007. Le mois de janvier n'a guère connu d'accalmie; la fréquence et les dépenses par client ont majoritairement dépassé leur niveau de la période correspondante de l'année précédente. Les baisses de chiffres d'affaires parfois massives enregistrées dans le domaine des vêtements d'hiver, dues aux conditions météorologiques, ont souvent été compensées par une hausse des chiffres d'affaires au niveau des autres vêtements de sport. Pour les interlocuteurs, certaines de ces réductions sont la conséquence de la forte extension des surfaces de vente opérée en 2006. Dans les zones

proches des frontières, le commerce de détail a bénéficié de l'affaiblissement du franc par rapport à l'euro, les achats dans les Etats voisins étant devenus moins intéressants. L'expansion des segments de luxe et à bas prix aux dépens des gammes de prix moyens semble acceptée. Il en va de même de la pression continue à la baisse exercée sur les prix de nombreux biens d'usage quotidien.

Les représentants de l'hôtellerie et de la restauration ont porté un jugement majoritairement positif sur la saison d'hiver 2006/2007 et sont restés optimistes pour 2007. Si le manque de neige a, certes, posé de sérieux problèmes aux exploitants des remontées mécaniques situées à basse altitude, le recul a souvent été moins marqué que prévu dans la restauration, les hôtes s'étant rabattus sur d'autres activités. D'une manière générale, le taux d'occupation des lits et les dépenses par hôte ont augmenté nettement. Après l'excellent quatrième trimestre enregistré en 2006, les représentants du tourisme urbain se sont de nouveau montrés très satisfaits de l'évolution du tourisme d'affaires et de loisirs en début d'année.

Les entretiens menés avec les fournisseurs de services aux entreprises – transports, conseils et services informatiques – ont également donné une image positive. Les représentants de la branche informatique ont relevé un besoin d'actualisation considérable tant au niveau du matériel que des logiciels et, partant, une demande accrue de formation. Dans tous les domaines de cette branche, les prix sont néanmoins demeurés sous pression.

Après une excellente année 2006, les interlocuteurs issus du secteur bancaire ont tablé sur une autre bonne année. Aucun d'entre eux n'a envisagé de ralentissement de la marche des affaires. Les crédits comme la gestion de fortune se sont développés de façon satisfaisante jusque dans la période récente. La concurrence a été tenue pour toujours aussi vive dans les prêts hypothécaires et dans les crédits aux entreprises, ce qui fait que les marges sont restées sous pression.

## Construction

Les représentants de la construction ont une nouvelle fois porté un jugement positif sur la marche des affaires. Les entrées de commandes et les réserves de travail se sont maintenues à des niveaux élevés. Les capacités de production ont été largement utilisées, ce qui a parfois occasionné des retards. La propension des consommateurs à dépenser davantage a contribué à l'évolution favorable

des ventes, notamment dans le domaine de l'aménagement intérieur. Si certains interlocuteurs ont considéré que la construction avait atteint son point culminant, cette constatation n'a pas semblé susciter d'inquiétudes pour le moment. Certains ont mentionné une accélération du côté de la construction de locaux industriels, tandis que la situation dans le génie civil a été estimée différemment suivant les régions.

## 2 Marché du travail

Nombre d'interlocuteurs envisageaient d'augmenter l'effectif de leur personnel tout en opérant des investissements visant à accroître leurs capacités. Le problème du manque sérieux de personnel qualifié a souvent été signalé comme un obstacle à la poursuite de l'expansion. Dans leur recherche de spécialistes, les interlocuteurs se tournent donc fréquemment vers les pays de l'UE.

L'évolution des salaires a également été souvent abordée. Certains représentants de l'industrie et du secteur des services ont enregistré une nette augmentation des salaires, provoquée notamment par l'âpre lutte pour recruter du personnel qualifié. Pour les entreprises, il s'agit davantage d'un processus d'ajustement qui fait suite à une longue période de faible hausse des salaires.

## 3 Prix, marges et situation bénéficiaire

La plupart des représentants de l'industrie ont évoqué une sensible amélioration de leur situation bénéficiaire, suite notamment à la bonne évolution des quantités vendues. Par contre, les marges ont continué à subir des pressions à la baisse, car la forte hausse des prix des matières premières, des produits en amont (acier et pièces de plastique) et de l'énergie n'a pu être répercutée qu'en partie sur les prix de vente. Si l'on compare cette série d'entretiens avec celles de périodes précédentes, on constate qu'un nombre accru d'entreprises a néanmoins augmenté ses prix ou a l'intention de le faire. L'étroitesse de la marge pour les relèvements de prix a été expliquée principalement par l'âpre concurrence internationale.

Dans le commerce de détail, les prix sont restés sous pression, dans le segment inférieur surtout. Les grands distributeurs ont réagi à l'appréciation de l'euro en baissant les prix offerts sur les marchés d'acquisition. Divers représentants du domaine des biens de consommation ont par ailleurs exprimé l'opinion selon laquelle il ne sera plus guère possible de maintenir en Suisse des prix supérieurs à ce qu'ils sont à l'étranger, Internet entraînant une transparence accrue en la matière.

Dans l'industrie, le recul du franc par rapport à l'euro a constitué une occasion d'améliorer les marges. Certains importateurs de la zone euro en ont toutefois ressenti également les effets négatifs.

## 70 ans après l'effondrement de l'étalon-or de l'entre-deux-guerres, en septembre 1936

Jean-Pierre Roth,  
président de la Direction générale de la Banque nationale suisse

Remarques liminaires faites lors de la conférence *Seventy Years After: The Final Collapse of the Gold Standard in September 1936*, à l'Université de Zurich, le 15 décembre 2006. Traduit de l'anglais.

C'est un plaisir pour moi d'être avec vous aujourd'hui pour ouvrir cette conférence sur l'effondrement de l'étalon-or en septembre 1936, effondrement qui a marqué une étape importante dans l'histoire de la Banque nationale suisse<sup>1</sup>.

A partir du milieu du XIX<sup>e</sup> siècle, l'or a joué un rôle éminent dans le régime monétaire de la Suisse. Il a été l'élément central du système monétaire international et servi d'ancrage au franc suisse. Bien que son importance ait commencé à diminuer après la Deuxième Guerre mondiale, l'attachement du franc suisse à l'or a continué jusqu'en 2000.

Quand la Banque nationale suisse a été fondée, en 1907, le système de l'étalon-or international était le symbole d'un monde caractérisé par une situation de libres marchés et par la libre circulation des capitaux et des personnes. Selon les mots mémorables de J.M. Keynes, «un habitant de Londres [...] pouvait, sur le champ, s'il le voulait, s'assurer des moyens confortables et bon marché d'aller dans un pays ou une région quelconque, sans passeport ni aucune autre formalité; il pouvait envoyer son domestique à la banque voisine s'approvisionner d'autant de métal précieux qu'il lui conviendrait. Il pouvait alors partir dans les contrées étrangères [...] portant sur lui de la richesse monnayée. Il se serait considéré comme grandement offensé et aurait été fort surpris du moindre obstacle. Mais, par-dessus tout, il estimait cet état de choses comme normal, fixe et permanent, bien que pouvant être amélioré ultérieurement.»<sup>2</sup>

Quand Keynes rédigeait ces lignes, en 1919, la Première Guerre mondiale avait anéanti l'ancien ordre économique. Le système monétaire international était en miettes, le commerce mondial interrompu, et les troubles sociaux et politiques entravaient tout progrès économique. Au début de la guerre, la Suisse avait suspendu la convertibilité de sa monnaie, comme la plupart des autres pays. Cette mesure était compatible avec le système de l'étalon-or, pour autant que la convertibilité soit rétablie dès la fin de la situation d'urgence. Toutefois, après la guerre, les différences entre les niveaux des prix ont rendu nécessaire le maintien, dans un premier temps, des changes flexibles. Ultérieurement, la Suisse a fait partie des pays qui ont rétabli la parité d'avant-guerre. En 1924, la BNS a guidé le cours du change vers cet objectif, atteint en fin d'année. Ainsi, la Suisse a adopté l'étalon de change-or qui a constitué le système monétaire international d'environ 1925

à 1931. En 1929, elle a même créé le cadre légal pour préparer le terrain à un retour à un étalon-or pur garantissant la convertibilité des billets en pièces d'or. Si cet étalon-or pur n'a jamais été réalisé, ceci démontre néanmoins que la Suisse considérait l'or comme étant l'ancrage naturel de son régime monétaire.

### **Etalon-or et crise économique mondiale**

En 1929, à l'aube de la crise économique mondiale des années trente, les milieux gouvernementaux suisses et, à coup sûr, la BNS ont estimé que les crises économiques ne pouvaient pas être évitées. Aussi fallait-il les laisser se poursuivre jusqu'au retour des beaux jours. Cependant, une telle politique de non-intervention est devenue de plus en plus difficile au fur et à mesure que la crise s'est exacerbée. A partir de 1931, la situation en Suisse s'est détériorée suite à la décision prise par de nombreux pays d'abandonner l'étalon-or. A l'automne 1931, le Royaume-Uni a suspendu la convertibilité de sa monnaie; les pays de l'empire et les Etats scandinaves l'ont rapidement suivi. Quant aux Etats-Unis, ils sont passés aux changes flexibles en 1933, avant de fixer à nouveau le dollar, un an plus tard, à une parité beaucoup plus basse.

Avec un franc suisse nettement surévalué par rapport aux monnaies principales, les options consistaient soit en la déflation soit en une dévaluation. Comme la Suisse l'a réalisé bien plus tard, il aurait mieux valu qu'elle suive l'exemple britannique. Cependant, en 1931 et en 1933, cette option a été écartée d'office. La BNS a considéré la suppression de la convertibilité de la livre sterling en 1931 comme une expérience qui tournerait court. L'observation empirique qui montrait que le Royaume-Uni et d'autres Etats s'en étaient mieux sortis après la dévaluation de leur monnaie a été balayée par l'argument que la structure de l'économie suisse n'était pas comparable vu sa forte dépendance aux importations. La Banque nationale et le gouvernement ont estimé l'or comme le seul élément de stabilité dans un monde balayé par la tempête. Selon eux, la seule voie permettant de rétablir la compétitivité de l'économie suisse passait ainsi par une baisse des coûts et des prix domestiques.

Comme l'évolution ultérieure l'a prouvé, les partisans de l'option déflationniste s'étaient trompés, à maints égards, dans leurs calculs. Tout d'abord, ils n'avaient pas prévu que la déflation ne progresserait que de peu au cours des années suivantes. En effet, les mesures déflationnistes ont

1 Ces remarques ont été rédigées avec l'aide de Mathias Zurlinden, Conjoncture, Banque nationale suisse.

2 John Maynard Keynes, «Les conséquences économiques de la paix», éd. NRF, 1920

été combattues avec vigueur par les syndicats et d'autres groupements d'intérêts. Couplée à la menace d'un référendum, cette résistance a affaibli la volonté du gouvernement et du Parlement d'adopter une position ferme. Par conséquent, l'interventionnisme étatique a augmenté, l'autorégulation des marchés a été entravée et des structures rigides des coûts et des prix ont prolongé la crise économique. Par ailleurs, les partisans des politiques de déflation semblent avoir surestimé les effets inflationnistes d'une dévaluation. A maintes reprises, la Banque nationale a mis en garde contre ces effets inflationnistes, alors que la hausse des prix au Royaume-Uni et aux Etats-Unis a été modeste et qu'avant la deuxième guerre mondiale, aucun de ces deux pays n'avait retrouvé son niveau des prix d'avant la dépression. Le franc suisse est ainsi resté surévalué jusqu'en 1936, le niveau de surévaluation ne se modifiant guère au cours de cette période.

Aujourd'hui, il peut sembler surprenant que, malgré ces problèmes, les marchés aient estimé le Conseil fédéral en mesure de maintenir le cap dans la direction choisie. La plupart des indicateurs montrent que l'attachement de la Suisse à l'étalon-or est demeuré crédible après 1933. Ses stocks d'or ont augmenté – d'abord modérément en 1929 et 1930, puis plus fortement en 1931, alors que de nombreuses monnaies ont été mises sous pression et ont dû abandonner leur lien avec l'or. Bien que les réserves d'or aient sensiblement diminué de 1933 à 1935, leur niveau au moment de la dévaluation restait largement supérieur à celui d'avant 1931. L'évolution des primes de terme sur le marché des changes conforte aussi cette interprétation. La prime sur la livre sterling par rapport au franc suisse est restée modérée et ce, même dans les mois qui ont précédé la dévaluation de 1936. Ainsi, l'éventualité d'une dévaluation du franc suisse paraissait peu probable.

### **L'année 1936**

Quand le franc suisse a été dévalué, en septembre 1936, une bonne partie de la population a considéré cette mesure comme imposée de l'extérieur. Beaucoup en ont été surpris étant donné que le Conseil fédéral et la Banque nationale avaient toujours dit que la dévaluation ne constituait pas une solution. La décision de dévaluer de quelque 30% a été annoncée en début d'après-midi du samedi 30 septembre, moins d'un jour après la dévaluation du franc français. Le lendemain, le président de la Confédération s'est adressé au peuple

suisse à la radio. La phrase célèbre selon laquelle «un franc reste un franc» était destinée à renforcer la confiance du public dans la valeur de la monnaie. Les deux chambres du Parlement ont approuvé la décision du Conseil fédéral respectivement le lundi et le mercredi de la semaine suivante. Après quelques vives discussions au sein des groupes parlementaires, les votes ont reflété, dans l'ensemble, les rapports de force politiques au sein du Parlement.

Il est intéressant de voir comment ce revirement a été expliqué à l'opinion publique. Le facteur déclenchant avait été, bien évidemment, la dévaluation française. Les nombreuses conséquences de la décision française ont été ainsi mises en avant. Premièrement, la dévaluation du franc français fragilisait plus encore l'industrie d'exportation et le tourisme en Suisse. Deuxièmement, le maintien de la parité du franc suisse accroissait le risque d'attaques spéculatives. Bien que les réserves d'or soient considérées comme suffisantes pour tenir un certain temps, il semblait évident que la spéculation contre le franc suisse se déclencherait immédiatement. Il était donc préférable de ne pas recourir à ces réserves pour une lutte probablement perdue d'avance. Par ailleurs, les autorités ont concédé que la politique des années précédentes n'avait pas réussi à restaurer la compétitivité de l'économie suisse vis-à-vis des pays qui avaient procédé à une dévaluation. Elles ont relevé également que l'accord tripartite entre les Etats-Unis, la Grande-Bretagne et la France ouvrait la voie à un nouveau départ et à un système monétaire international davantage axé sur la coopération. Il peut paraître surprenant que cet argument ait été tant mis en avant dans les premières déclarations. En effet, il est rapidement devenu évident que les espoirs placés en l'accord tripartite avaient été excessifs.

En dévaluant le franc suisse, les autorités monétaires sont revenues sur un engagement fondamental. Cependant, une grande part du système monétaire est restée inchangée. Le franc a conservé une couverture-or et la parité-or a continué d'être essentielle. Les procédures opérationnelles n'ont pas été modifiées et, contrairement à d'autres pays, la relation entre le gouvernement et la banque centrale n'a pas été altérée au détriment de l'institut d'émission. Aussi la dévaluation fut-elle considérée comme un sérieux revers dans l'histoire monétaire de la Suisse, mais elle n'a pas marqué le début d'une ère nouvelle.

Les changes fixes ont également fait partie du système monétaire fondé vers la fin de la Deuxième Guerre mondiale à Bretton Woods. Bien que Bretton Woods se distingue à maints égards de l'étalon-or de l'entre-deux-guerres, un banquier central des années trente se serait adapté sans difficultés au monde des années soixante. C'est pourquoi l'effondrement du système de Bretton Woods et le passage aux changes flottants en 1973 ont constitué des événements beaucoup plus importants, au cours des cent ans d'histoire de la Banque nationale, que la dévaluation de 1936. En effet, la crise du système monétaire international du début des années septante a fondamentalement modifié les tâches et la marge de manœuvre de la Banque nationale. La Suisse a ainsi gagné le contrôle de sa masse monétaire; la stabilité des prix est devenue le principal objectif de la politique monétaire et le cadre légal des activités de la Banque nationale a graduellement été ajusté en conséquence.

### **Au-delà de l'étalon-or**

Comme je le disais au début de cet exposé, le rôle de l'or s'est réduit au fil des ans. Toutefois, son prestige a perduré bien après que l'or n'a plus joué de rôle dans la politique monétaire. Avant tout, le lien légal entre le franc suisse et l'or a continué de subsister jusque tout récemment. Les changements constitutionnels et législatifs relatifs à la suppression de ce lien sont entrés en vigueur en l'an 2000 seulement. La nouvelle loi a supprimé l'obligation pour la Banque nationale d'échanger des billets contre de l'or; en pratique, cette obligation était suspendue depuis des années. La couverture-or minimale des billets de banque en circulation et la parité-or du franc suisse ont également été abolies. Suite à ces changements, l'or est devenu un actif comme un autre pour la BNS. Par conséquent, celle-ci a commencé à vendre une partie de ses réserves d'or à partir de mai 2000. Environ 50% des réserves autrefois détenues par la BNS ont maintenant été vendues. J'aimerais souligner que la Banque nationale continuera de détenir de l'or comme réserve monétaire. Cependant, les vestiges légaux du temps de l'étalon-or ne bloquent plus ces réserves comme ils l'ont fait pendant des décennies.

Par ailleurs, l'étalon-or continue d'avoir sa place dans les discussions sur les systèmes monétaires nationaux et internationaux. Dans les années septante et quatre-vingt, marquées par une forte inflation et par la volatilité des taux de change, un

petit groupe actif a milité en faveur de l'étalon-or comme alternative à l'étalon-papier. Toutefois, ce groupe n'a exercé aucune influence sur la pratique monétaire. La plupart des économistes et banquiers centraux semblent en effet s'accorder sur le fait qu'un régime d'étalon-or n'a que peu d'effets positifs ne pouvant pas être générés autrement. Tout d'abord, il présente tous les inconvénients d'un régime de change fixe, à savoir que la politique monétaire ne peut pas poursuivre des objectifs économiques internes et que les parités sont sujettes à des attaques spéculatives. Ensuite, l'étalon-or présente tous les inconvénients d'un étalon-marchandise. En d'autres termes, le système est non seulement onéreux, mais il a pour effet que les conditions de l'offre et de la demande de la marchandise en question affectent le niveau général des prix.

Certains de ses partisans ont proposé l'étalon-or non comme système international, mais comme moyen de résoudre des problèmes internes. Ils ont notamment fait valoir que l'attachement à l'or constituerait un ancrage crédible et permettrait de garder l'inflation sous contrôle. Cet argument est acceptable en soi, mais il oublie qu'un régime d'étalon-or est soumis à ses propres problèmes de crédibilité. Si des pays sont en mesure de lier leur monnaie à l'or, ils peuvent aussi l'en détacher. C'est ce qui s'est passé dans les années trente. Les marchés le savent et forment leurs anticipations en conséquence.

C'est pourquoi les Etats ont choisi d'autres voies. Au cours des dernières années, nombre d'entre eux ont notamment adopté des mandats qui spécifient clairement le maintien de la stabilité des prix comme objectif premier de leur banque centrale. L'institut d'émission s'efforce d'atteindre ce but en visant – implicitement ou explicitement – un objectif d'inflation. Jusqu'à maintenant, les résultats ont été favorables, même si cela ne peut pas être uniquement attribué à l'amélioration de la politique monétaire. En effet, de nombreux observateurs estiment que la mondialisation et l'ouverture des marchés ont réduit la pression inflationniste, rendant ainsi les objectifs d'inflation plus faciles à atteindre. Quelles qu'en soient les raisons, les résultats de ces dernières années sont encourageants. Tant que cette tendance se maintiendra et que les banques centrales pourront juguler l'inflation, l'attrait de l'étalon-or restera limité. Cependant, je ne me fais pas d'illusion: si les banques centrales ne devaient plus atteindre leur objectif

et que l'inflation s'accélérait fortement, l'étalon-marchandise serait à nouveau proposé comme alternative.

Pour terminer, je tiens à rappeler le fait que la dévaluation du franc suisse a marqué une étape majeure dans notre histoire monétaire. Bien que son importance ait été reconnue à l'époque déjà, elle n'a cependant pas été perçue comme annonçant la fin du système monétaire fondé sur l'or. Il a dû s'écouler encore presque quarante ans, marqués par de nombreuses autres difficultés, avant que des changes flexibles soient considérés comme une option réaliste, et même plus de soixante ans avant que la parité-or légale du franc suisse soit abolie.

Le souvenir de la dévaluation de 1936 reste encore vivace. Les Suisses relèvent volontiers que

le franc suisse, créé en 1850, n'a été dévalué qu'une seule fois. Au cours de ses cent ans d'histoire, la Banque nationale a toujours souhaité s'appuyer sur un ancrage stable – avec ou sans étalon-or. Afin de maintenir le pouvoir d'achat de la monnaie et de préserver la compétitivité-prix d'une économie fortement dépendante des exportations, la stabilité monétaire a constamment constitué son objectif premier. A posteriori, il est clair que des erreurs ont été commises et que des décisions ont été prises trop tard – la dévaluation de 1936 en est un exemple. Cependant, le fait que nous continuions à utiliser la monnaie introduite en 1850 prouve que la Suisse, grâce à une politique prudente, a réussi à échapper aux aléas monétaires auxquels de nombreux pays d'Europe ont été soumis depuis le XIX<sup>e</sup> siècle.



# Comportement des entreprises en matière de fixation des prix: résultat d'une enquête des délégués aux relations avec l'économie régionale

Mathias Zurlinden, Conjoncture,  
Banque nationale suisse, Zurich

Ces dernières années, le mode de fixation des prix par les entreprises a suscité un intérêt croissant, ce qui s'explique par deux évolutions: d'une part, la tendance à recourir à des modèles basés sur des fondements microéconomiques nécessite d'acquérir des connaissances plus précises sur le comportement des entreprises; d'autre part, l'accroissement de la concurrence induite par la déréglementation et la mondialisation pourrait avoir modifié la pratique de fixation des prix.

Le processus de fixation des prix est important pour la politique monétaire. En effet, l'imparfaite flexibilité des prix est la raison pour laquelle les impulsions monétaires peuvent influencer – tout au moins temporairement – sur la production et l'emploi. Les banques centrales doivent connaître l'impact de leur action sur l'économie et – surtout – savoir à quelle vitesse l'inflation s'ajuste à son nouvel équilibre après un choc de politique monétaire. Parmi les principaux facteurs qui déterminent cette vitesse d'ajustement figure le comportement des entreprises en matière de fixation de prix.

Pour comprendre les modalités de fixation des prix, deux méthodes ont été développées. La première s'attache à analyser les relevés utilisés pour le calcul de l'indice des prix à la consommation ou de l'indice des prix à la production. La seconde consiste à mener une enquête anonyme auprès des entreprises à l'aide d'un questionnaire. Ces deux méthodes se complètent et font actuellement l'objet de plus amples examens à la BNS.

Dans la présente étude, nous nous fondons sur les entretiens que les délégués de la BNS aux relations avec l'économie régionale ont menés d'août à octobre 2006 avec 67 entreprises. Le principal objectif de ces entretiens était d'appréhender les modalités de fixation des prix. Pour faciliter l'évaluation des réponses, un bref questionnaire servant de fil directeur aux entretiens a été élaboré.

## 1 Sélection des entreprises

L'enquête a été menée auprès de 67 entreprises du secteur privé de toutes les régions de la Suisse. Parmi elles, 9% appartiennent au secteur de la construction. Le reste se répartit à parts à peu près égales entre l'industrie et les services. En termes d'effectifs, le plus grand nombre d'entreprises interrogées sont de taille moyenne (de 101 à 500 personnes), suivies par les grands établissements (plus de 500 personnes) et par les petites entreprises (moins de 100 personnes). Par rapport à la structure de l'économie suisse, le nombre de petits établissements et celui d'entreprises de services sont ainsi sous-représentés, alors que les grands établissements et les entreprises industrielles sont surreprésentés.

Environ la moitié des entreprises interrogées réalisent 50% ou plus de leur chiffre d'affaires à l'export. En outre, un peu plus des deux tiers des établissements indiquent que la part du chiffre d'affaires qui provient de relations d'affaires à long terme dépasse 50%. La plupart des entreprises questionnées considèrent l'intensité de la concurrence comme soutenue. A peu près la moitié des établissements qualifient la concurrence qu'ils doivent affronter sur leur marché principal comme très forte, 39% la trouvent forte et le solde de 12% la considère comme faible.

## 2 Résultats

### 2.1 Fréquence de la réévaluation des prix et de leur ajustement

Afin d'examiner le degré de flexibilité des prix, les délégués ont demandé tout d'abord aux entreprises à quel rythme elles examinaient et ajustaient les prix de leur produit phare. Les réponses à ces deux questions couvrent un large éventail. La plupart des établissements (44%) revoient le prix de leur produit principal une fois par année. Environ un cinquième des entreprises examinent ce prix quotidiennement. Les grands établissements ont tendance à réévaluer leurs prix un peu plus souvent que les petits. En revanche, la branche et l'acuité de la concurrence semblent ne pas avoir une grande influence. Par ailleurs, 31% des entreprises justifient le rythme adopté par le fait qu'un examen plus fréquent porterait préjudice aux relations avec la clientèle. Les entreprises ont également souvent répondu qu'elles ne déterminaient pas le rythme de manière autonome ou que le contexte économique ne changeait pas assez rapidement pour justifier un examen plus fréquent.

Dans l'ensemble, les ajustements de prix ont lieu plus rarement que les réévaluations de prix. Au cours des douze mois qui ont précédé l'enquête, plus de la moitié des entreprises interrogées n'avaient procédé à aucune ou à une seule modification de prix de leur produit principal. Toutefois, quelques établissements ont indiqué qu'ils ajustaient leurs prix plus fréquemment qu'ils ne les examinaient. Parmi eux figurent vraisemblablement des entreprises qui soumettent leurs prix une fois par année à un examen approfondi et qui, entre-temps, accordent à leur personnel une certaine marge de manœuvre pour négocier les prix avec les clients. Il arrive de surcroît qu'un établissement décide d'un ajustement des prix, mais qu'il ne l'impose que par étapes.

Par ailleurs, l'enquête a cherché à identifier si les entreprises ajustaient leurs prix à des intervalles fixes ou si le processus de fixation des prix était déclenché par des événements spécifiques. Ces questions s'expliquent par la différenciation entre les réévaluations de prix basées sur des règles prédéfinies (*time-dependent pricing*) et celles déterminées par la situation économique (*state-dependent pricing*). Ce sujet a fait l'objet d'une

recherche importante dans la littérature académique de ces dernières années. Comme cette littérature le démontre, la réponse à court terme de l'inflation à des changements structurels est fonction du type de fixation de prix qui prévaut. Si le mode de fixation de prix est *state dependent*, un abaissement du taux d'inflation tendanciel aboutit à une courbe de Phillips plus plate; à l'inverse, si le mode de fixation de prix est *time dependent*, l'inflation tendancielle n'influe pas sur l'inclinaison de la courbe de Phillips (voir Bakhshi, Khan et Rudolf, 2005). L'enquête révèle que la plupart des prix sont ajustés à intervalles fixes. Néanmoins, un quart des établissements interrogés soulignent qu'ils n'ajustent pas seulement leurs prix à intervalle régulier, mais réagissent aussi à des événements. Un autre quart des entreprises indiquent qu'elles ne procèdent à une réévaluation des prix qu'en fonction de la situation.

Questionnés sur leur pratique en matière de fixation des prix, 43% des établissements ont répondu qu'ils majorent les coûts d'une marge (*mark-up pricing*). Pour 38% des entreprises, les prix sont avant tout façonnés par ceux de la concurrence. Tel est notamment le cas pour les établissements évoluant sur des marchés très compétitifs. Le solde des entreprises qualifie les prix de «réglementés» ou de «fixés par le client». Dans la première catégorie se trouvent surtout des établissements du secteur pharmaceutique.

Presque toutes les entreprises accordent des remises par rapport aux prix catalogue à certaines conditions. En règle générale, il s'agit de rabais de quantité. Cependant, de nombreuses remises sont accordées selon la saison ou la situation du marché. En outre, quelques établissements indiquent qu'ils octroient un rabais quand il s'agit de commandes ou de clients d'importance stratégique.

## 2.2 Motifs de l'ajustement des prix

L'enquête a également visé à mieux comprendre les motifs sous-tendant l'ajustement des prix. Interrogées à ce sujet, les entreprises ont révélé que les trois principaux facteurs sont les prix de la concurrence, les prix des produits semi-finis et la situation au niveau de la demande. Respectivement 82%, 74% et 73% des entreprises qualifient les variations de ces trois facteurs de très importantes ou d'importantes (voir tableau 1). Une majorité également (62%) considère les pressions exercées par la clientèle comme «très importantes» ou «importantes». Cet argument prévaut nettement sur les coûts de la main d'œuvre et les variations de change. L'évolution de l'indice général des prix et celle des taux d'intérêt figurent en fin de liste, ce qui s'explique notamment par leur niveau actuel historiquement bas.

Les divers facteurs n'ont pas la même importance dans tous les secteurs économiques. Les variations de la demande semblent déclencher davantage d'ajustements de prix dans le secteur des services que dans celui de l'industrie. Il en va de même en ce qui concerne les fluctuations des coûts de la main-d'œuvre. Par contre, la situation est inversée dans le cas des prix des produits semi-finis, des taux de change ou des pressions exercées par des clients importants: les variations de ces facteurs provoquent davantage d'ajustements de prix dans l'industrie que dans le secteur des services.

De plus, l'analyse par type d'entreprises révèle que les établissements soumis à une très vive concurrence tiennent davantage compte des fluctuations des prix de la concurrence et des changements de la demande que les entreprises opérant sur un marché moins disputé. La situation est inversée dans le cas de variations des prix de produits semi-finis: les entreprises sujettes à une très forte concurrence y attribuent moins d'importance que les établissements soumis à une compétitivité moins intense.

En dernier lieu, la part des relations d'affaires à long terme dans le chiffre d'affaires joue également un rôle. Les entreprises pour lesquelles cette part est élevée sont moins enclines à qualifier les variations de la demande de «très importantes» ou d'«importantes» que les établissements pour lesquels elle est faible.

	Aspects «très importants» ou «importants»
Modification des prix de la concurrence	82%
Modification des prix de produits semi-finis	74%
Modification de la demande	73%
Pressions de la part de clients importants	62%
Modification des coûts de la main-d'œuvre	49%
Modification de la qualité	48%
Modification des cours de change	46%
Promotions	26%
Directives de la maison mère/des autorités	18%
Modification d'impôts et de taxes	16%
Modification du niveau général des prix (indice des prix à la consommation)	16%
Modification du coût du capital	12%

## Explications des rigidités des prix

Tableau 2

Théorie	Description	Aspects «très importants» ou «importants»
<i>Customer relation</i>	Les prix ne peuvent pas être modifiés plus souvent, car la relation client en serait affectée.	69%
<i>Cost-based pricing</i>	Les prix dépendent des coûts et ne changent pas avant que ces derniers soient modifiés.	66%
<i>Explicit contracts</i>	Les contrats à prix fixes rendent difficiles des ajustements plus fréquents.	45%
<i>Kinked demand curve</i>	L'entreprise perd relativement beaucoup de clients à chaque majoration de prix, mais n'en gagne que peu en abaissant ses prix.	42%
<i>Non-price adjustments</i>	L'entreprise ajuste plutôt des caractéristiques du produit que les prix.	40%
<i>Coordination failure</i>	Les entreprises ne veulent pas être les premières à majorer leurs prix.	31%
<i>Pricing thresholds</i>	Il y a des seuils de prix importants sur le plan psychologique (p. ex. CHF 49.95 vs CHF 50.05).	21%
<i>Cash flow</i>	Il faut maintenir les prix à un niveau élevé durant une récession afin de pouvoir financer les investissements.	12%
<i>External financing premium</i>	Durant une récession, il convient de maintenir les prix à un niveau élevé, car les coûts de financement externe augmentent.	11%
<i>Menu costs</i>	Il serait trop onéreux de modifier souvent les prix (coûts d'information, impression de catalogues, etc.).	10%

## 2.3 Explications des rigidités des prix

La théorie économique formule diverses hypothèses pour expliquer l'imparfaite flexibilité des prix. Pour identifier lesquelles sont considérées comme pertinentes par les entreprises, nous les avons brièvement décrites à nos interlocuteurs. Le délégué demandait alors à l'entreprise si elle estimait que l'argument était une raison de renoncer à un ajustement de prix. Alain Blinder (1991) a été le premier à recourir à cette procédure pour enquêter auprès d'établissements américains. Plusieurs études effectuées durant les années suivantes dans d'autres pays ont suivi cet exemple. Notre sélection et description des fondements théoriques se basent sur Amirault et al. (2004) et Apel et al. (2005).

Les résultats résumés dans le tableau 2 montrent que le risque de porter atteinte à la relation client (*customer relation*) est considéré comme le plus fort argument incitant à renoncer à l'ajustement des prix. Il en découle que l'existence de contrats implicites est bien un facteur explicatif des rigidités nominales. Le fait que les entreprises renoncent souvent à un ajustement de prix tant que les coûts n'ont pas évolué (*cost-based pricing*) suit la même logique. Ce point révèle l'importance pour les entreprises de pouvoir justifier leurs ajustements de prix. Il ressort également des rapports plus détaillés que les délégués de la BNS ont consacré à un certain nombre d'établissements que ceux-ci ont davantage de facilité, lors d'un ajustement de prix, à invoquer une augmentation des charges qu'un simple changement de la demande.

La relation client est invoquée plus fréquemment comme raison de la rigidité relative des prix par les établissements peu soumis à la concurrence que par les entreprises sujettes à une très forte concurrence. De même, le risque que la relation client pâtisse de l'ajustement des prix est plus souvent invoqué comme facteur explicatif par les établissements dont la part des relations d'affaires à long terme est élevée que par les entreprises pour lesquelles cette part est relativement restreinte.

Aux yeux des entreprises, les coûts liés à la réévaluation et à la modification des prix (*menu costs*) semblent ne pas jouer un grand rôle. Cette constatation est d'autant plus intéressante que ces coûts d'ajustement sont la manière la plus courante, dans la littérature (surtout dans les modèles d'équilibre général), de modéliser des rigidités nominales de prix. De même, les théories qui expliquent les rigidités de prix par l'imperfection des marchés financiers (*cash flow*, *external financing premium*, voir tableau 2) ne remportent guère les suffrages.

## Conclusion

L'enquête a révélé une large gamme d'attitudes quant aux modalités de fixation des prix. Néanmoins, certaines tendances se dégagent clairement. La plupart des établissements adaptent leurs prix à intervalles réguliers, l'entreprise médiane modifiant ses prix une fois par année. Toutefois, une partie significative des établissements réagit également, voire uniquement, à des événements particuliers. Si le *time-dependent pricing* constitue donc la règle, le *state-dependent pricing* joue aussi un rôle important. Tandis que la majorité des entreprises continuent de fixer leurs prix en majorant les coûts d'un *mark-up*, les ajustements de prix sont le plus souvent déclenchés par des changements de prix de la concurrence. Toutefois, les deuxième et troisième facteurs explicatifs le plus souvent cités sont les changements dans le prix des produits semi-finis et la demande, ce qui suggère que les facteurs de l'offre comme ceux de la demande jouent un rôle important. Les arguments invoqués le plus fréquemment pour justifier une renonciation à un ajustement de prix sont des contrats implicites et explicites, ainsi que le *cost based pricing*. La relation client semble donc jouer un rôle essentiel dans les réflexions des entreprises et influencer sur leur comportement lors de la fixation des prix.

Dans l'ensemble, il s'avère que l'entreprise type interrogée évolue sur un marché à concurrence imparfaite. Cela lui permet d'adopter un comportement individuel dans la fixation des prix. Par ailleurs, si l'évolution à long terme du mode de fixation des prix n'a pas constitué l'objet essentiel de l'enquête, cette question a été évoquée occasionnellement. Les réponses des entreprises suggèrent un accroissement de la concurrence. Par conséquent, le *mark-up pricing* traditionnel (avec une marge fixe) tend à perdre du terrain. Dans certains cas, ce développement s'accompagne d'un réexamen des prix plus fréquent.

Nos résultats sont conformes à ceux d'études étrangères similaires. C'est notamment le cas en ce qui concerne la fréquence la plus souvent citée des ajustements, qui se chiffre aussi à une fois par année dans la plupart des enquêtes étrangères. C'est également vrai pour le *mark-up pricing* qui constitue la pratique de fixation des prix la plus courante, ainsi que pour les facteurs cités comme motifs d'ajustements de prix ou comme arguments pour une renonciation à un ajustement. Ainsi, les facteurs le plus souvent mentionnés dans le cadre de notre enquête figurent également aux premiers rangs dans les études étrangères (voir notamment Apel et al. (2005) pour la Suède ou Fabiani et al. (2005) pour les pays de la zone euro).

## Bibliographie

Amirault, D., C. Kwan et G. Wilkinson. 2004. Enquête sur les pratiques des entreprises canadiennes en matière d'établissement des prix. *Revue de la Banque du Canada*, hiver 2004–2005: 34–46.

Apel, M., R. Friberg et K. Hallstein. 2005. *Microfoundations of macroeconomic price adjustment: survey evidence from Swedish firms*. *Journal of Money, Credit and Banking* 37(2): 313–38.

Bakhshi, H., H. Khan et B. Rudolf. 2005. *The Phillips curve under state-dependent pricing*. *Swiss National Bank Working Paper* 2005–01.

Blinder, A.S. 1991. *Why are prices sticky? Preliminary results from an interview study*. *American Economic Review* 81(2): 89–100.

Fabiani, S., M. Druan, I. Hernando, C. Kwapil, B. Landau, C. Loupias, F. Martins, T.Y. Mathä, R. Sabbatini, H. Stahl et A.C.J. Stokman. 2005. *The pricing behaviour of firms in the euro area: new survey evidence*. *European Central Bank Working Paper* 535.

## Swiss National Bank Working Papers et Swiss National Bank Economic Studies: résumés

Les *Swiss National Bank Working Papers* et les *Swiss National Bank Economic Studies* sont disponibles, sous forme électronique, sur le site Internet de la Banque nationale ([www.snb.ch](http://www.snb.ch)), sous Publications/ Publications économiques.

Les deux séries peuvent être obtenues également sur papier. Il est possible de s'y abonner gratuitement et de commander des exemplaires isolés à l'adresse suivante: Banque nationale suisse, Bibliothèque, Fraumünsterstrasse 8, CH-8022 Zurich, fax +41 44 631 81 14, e-mail: [library@snb.ch](mailto:library@snb.ch).

## Do FX traders in Bishkek have similar perceptions to their London colleagues? Survey evidence of market practitioners' views

**Andreas M. Fischer, Gulzina Isakova  
et Ulan Termechikov  
Working Paper 2007-1**

Les cambistes d'un pays financièrement peu développé, dont le revenu par habitant est faible, évaluent-ils les effets que les données fondamentales exercent sur les variations de change comme leurs collègues de centres financiers développés? A quoi aboutit cette question? En général, on part de l'idée que les cambistes des marchés financiers en développement agissent à court terme. Le comportement ainsi qualifié s'expliquerait notamment par une politique macroéconomique insuffisante et par le manque de crédibilité des banques centrales de ces pays. La preuve indirecte de ce point de vue macroéconomique est la crainte observée du flottement des changes. De nombreux pays en voie d'industrialisation lient leur change à une monnaie directrice, même si les autorités monétaires affirment que leur monnaie se traite librement. Dans cet environnement, les cambistes estiment que des données fondamentales (imprévisibles) à long terme ne permettent pas de prévoir la tendance des changes. D'autres prétendent que le comportement à court terme du marché traduit la structure de celui-ci. Cette conception des changes liée à la structure microéconomique considère les cambistes comme des intermédiaires qui, avant tout, répartissent les ordres passés par les clients. D'après cette manière de voir, les variables telles que les entrées de commandes ou l'écart entre les cours de l'offre et de la demande influent davantage sur les changes que les variables macroéconomiques. Dans ce cas, les grands écarts entre l'offre et la demande ainsi que la forte volatilité des changes sur les marchés financiers peu développés s'expliquent par la structure du marché, c'est-à-dire par la faible liquidité et par le manque de produits dérivés.

Le but de cette étude est de présenter les résultats d'une enquête menée parmi les participants en marché. Elle se demande si les cambistes d'un pays dont le revenu par habitant est faible évaluent comme leurs collègues des places financières développées les effets de données fondamentales, de la spéculation et des interventions sur les marchés des changes. De telles enquêtes montrent à quel point les opinions et attitudes des cambistes se distinguent les unes des autres. Ces analyses s'efforcent, de surcroît, de découvrir les diverses relations entre la structure microéconomique du marché des changes et les variables macroéconomiques. L'enquête confronte les résultats concernant les opinions des cambistes kirghizes sur le marché interbancaire à celles de leurs collègues des cinq places financières mondiales principales, à savoir New York, Londres, Tokyo, Hong-Kong et Singapour. Dans cette étude, les opinions des cambistes de Bichkek, la capitale kirghize, sont considérées comme reflétant le marché financier sous-développé d'une économie au faible revenu par habitant. Les résultats de l'enquête prouvent que les participants au marché interbancaire kirghize se comportent autrement que leurs collègues des centres financiers internationaux. En particulier, ils considèrent de manière complètement différente l'efficacité des interventions des banques centrales et les effets de la spéculation. Les écarts sur le marché au comptant sont attribués à des facteurs macroéconomiques du Kirghizstan et à la structure du marché des changes à Bichkek.

## Federal Reserve policy viewed through a money supply lens

**Ibrahim Chowdhury et Andreas Schabert**  
**Working Paper 2007-2**

La présente étude vise à évaluer à nouveau la politique monétaire que les Etats-Unis ont menée dans l'après-guerre. Des données ex post et en temps réel démontrent que l'offre monétaire de la Réserve fédérale a réagi à des changements survenus dans les anticipations inflationnistes et dans l'écart de production. Pour l'essentiel, la méthode utilisée dans cette étude correspond à celles des examens qui estiment des règles prospectives («forward looking») de feed-back en matière de taux de fonds fédéraux.

Recourant à une estimation de fonctions de réaction prospectives pour la masse monétaire avant (avant Volcker) et après 1979 (Volcker-Greenspan), l'étude aboutit à la conclusion que l'offre de monnaie a réagi négativement, pendant les deux périodes, à une augmentation de l'écart de production. En revanche, l'analyse empirique montre que l'institut d'émission des Etats-Unis a adapté l'offre de monnaie différemment, durant les deux périodes d'observation, aux variations des anticipations inflationnistes. L'ère Volcker-Greenspan a été marquée par un vigoureux comportement anti-inflationniste qui s'est traduit par une réaction très négative aux anticipations inflationnistes. Pendant la période précédant Volcker, en revanche, une réaction positive aux anticipations inflationnistes s'est manifestée, ce qui reflète une politique monétaire moins anti-inflationniste. Le changement qualitatif dans le comportement de la masse monétaire s'avère robuste par rapport à différentes spécifications pour l'inflation anticipée et de l'écart de production. Ces résultats confirment des résultats semblables découlant de l'analyse des taux des fonds fédéraux, à savoir que la politique de l'institut d'émission a été moins axée sur la stabilisation des prix pendant la période antérieure à Volcker que durant l'ère Volcker-Greenspan.

En outre, l'étude présente une analyse théorique des propriétés de stabilisation des fonctions de réaction prospectives de la masse monétaire dans le cadre d'un modèle néo-keynésien standard. Comme principe central, elle démontre que l'offre monétaire devrait satisfaire une restriction concernant le feedback de l'inflation similaire au célèbre principe de Taylor. Si l'on recourt à ce critère pour apprécier les implications de stabilité de la fonction estimée de réaction de la masse monétaire, il en ressort que la politique de l'institut d'émission américain n'a admis l'instabilité macroéconomique à aucun moment. Cette appréciation est en contradiction avec les conclusions qui résultent de l'analyse des fonctions de réaction axées sur les taux des fonds fédéraux.

## Segmentation and time-of-day patterns in foreign exchange markets

**Angelo Ranaldo**  
**Working Paper 2007-3**

Le présent exposé montre des variations remarquables des changes au comptant: les cours des monnaies du pays baissent systématiquement pendant les heures locales d'ouverture des bureaux et ils montent pendant les heures d'ouverture de bureau de la contrepartie étrangère. La banque de données utilisée pour cet exposé s'étend sur plus de dix ans et comprend de nombreuses paires de monnaies, CHF/USD inclus. Elle donne des résultats très nets: fort répandus, les échantillons qui dépendent de l'heure du jour sont d'une grande signification, aussi bien sur le plan statistique que sur le plan économique; d'autre part, ils s'étendent sur plusieurs années et prennent en considération les effets de calendrier.

Comment cette situation s'explique-t-elle? Reposant sur un cadre micro-structurel simple, elle s'explique par la combinaison des deux facteurs suivants: par le poids des monnaies locales dans les portefeuilles des investisseurs locaux et par la segmentation géographique du marché. Celle-ci signifie que les investisseurs ont tendance à agir surtout pendant les heures d'ouverture en vigueur dans leur pays. Dans un environnement du négoce caractérisé par une offre à l'élasticité imparfaite, la combinaison de ces deux facteurs tend à affaiblir la monnaie du pays pendant les heures d'ouverture locales et à la raffermir pendant les heures d'ouverture à l'étranger. Une segmentation géographique et une préférence pour la monnaie du pays exercent une pression à la vente (pression à l'achat) pendant les heures locales d'ouverture (à l'étranger).

L'analyse empirique confirme largement cette explication. Le fait que des cours du change présentent des échantillons cycliques au cours de la journée met cependant en question la théorie aléatoire des rendements et l'hypothèse de l'efficacité des marchés. Si l'on peut expliquer ces échantillons par des primes de liquidité, par le risque de règlement ou par des problèmes de décompte, il n'est pas possible d'exposer de manière convaincante pourquoi des courtiers prennent le risque de coûts de transaction systématiquement supérieurs au lieu de recourir au marché disponible 24 heures sur 24, mondial et liquide. De plus, cette anomalie semble rentable, même si l'on tient compte de coûts de transaction compétitifs en une certaine mesure et de l'application de règles de négoce élémentaires.

## Forecasting Swiss inflation using VAR models

**Caesar Lack**

**Economic Study No. 2 2006**

La prévision d'inflation publiée chaque trimestre est le pivot de la politique monétaire menée par la BNS. Cette prévision reposant sur l'hypothèse que le taux directeur de la BNS demeure constant, il s'agit d'une prévision conditionnelle. Les prévisions d'inflation conditionnelles sont établies à l'aide de divers modèles macroéconomiques structurels de l'économie suisse.

Dans son processus de décisions, la BNS recourt aussi à des prévisions d'inflation inconditionnelles, qui incluent donc la réaction de sa politique monétaire. Outre les modèles structurels, des modèles non structurels sont utilisés dans les prévisions d'inflation inconditionnelles. Les modèles vectoriels autorégressifs (VAR) sont une catégorie appréciée de modèles de prévisions non structurels. La présente étude est consacrée à la méthode employée par la BNS pour établir des prévisions inconditionnelles au moyen de modèles VAR.

Pour tester la qualité des prévisions établies grâce à cette méthode, nous avons établi des prévisions d'inflation trimestrielles rétroactives de 1987 à 2005. Différentes modifications de la spécification et une comparaison des résultats aboutissent à la spécification optimale de modèles VAR pour la prévision d'inflation et permettent de trouver les facteurs susceptibles de déterminer l'inflation en Suisse.

Il se révèle qu'une combinaison de prévisions accroît sensiblement la qualité de la prévision. Les principales variables expliquant l'inflation sont les crédits hypothécaires et la masse monétaire M3. Les variables réelles, telles la croissance économique, les exportations, la consommation ou la production industrielle, ne contiennent guère d'informations qui ne soient déjà incluses dans les masses monétaires, les crédits hypothécaires, les taux d'intérêt et les cours du change. L'étude démontre, de surcroît, qu'une combinaison de modèles classiques et bayésiens VAR est supérieure à des modèles classiques VAR.

La méthode de prévision optimisée aboutit à une somme des carrés des erreurs inférieure de deux tiers à une prévision de référence tablant sur une inflation toujours constante. Toutefois, la diminution de l'erreur de prévision provient surtout de la première moitié de la période de prévision. Compte tenu de taux d'inflation variant entre 0 et 2% – comme la Suisse les enregistre depuis 1995 –, la qualité de la prévision d'inflation n'est que légèrement supérieure à celle de la prévision de référence.





## Relèvement de la marge de fluctuation du Libor à trois mois

Le 15 mars 2007, lors de son examen de la situation économique et monétaire, la Banque nationale suisse a relevé de 0,25 point, avec effet immédiat, la marge de fluctuation du Libor pour dépôts à trois mois en francs et l'a ainsi portée à 1,75%–2,75%. Elle a annoncé également son intention de maintenir, jusqu'à nouvel avis, le Libor à trois mois dans la zone médiane de la marge de fluctuation.

**Editeur**

Banque nationale suisse  
Affaires économiques  
Börsenstrasse 15  
Case postale  
8022 Zurich

**Conception**

Weiersmüller Bosshard Grüniger WBG, Zurich

**Composition et impression**

Neidhart + Schön AG, Zurich

**Copyright**

Reproduction autorisée avec indication de la source  
Copie souhaitée

**Abonnements, exemplaires isolés et changements d'adresse**

Banque nationale suisse, Bibliothèque, Fraumünsterstrasse 8,  
case postale, CH-8022 Zurich. Fax: +41 44 631 81 14;  
e-mail: [library@snb.ch](mailto:library@snb.ch).  
Le Bulletin trimestriel de la Banque nationale suisse paraît  
en langues française (ISSN 1423-3797) et allemande  
(ISSN 1423-3789).

**Prix**

Fr. 25.- (étranger: fr. 30.-) par an  
Pour les abonnés au Bulletin mensuel de statistiques écono-  
miques: fr. 15.- (étranger: fr. 20.-) par an  
Prix pour la Suisse, TVA comprise (2,4%)

**Internet**

[www.snb.ch](http://www.snb.ch)

the 1990s, the incidence of *S. pneumoniae* meningitis in children has increased in the United Kingdom [10].

There are a number of reasons why the incidence of meningitis due to *S. pneumoniae* may have increased in children in the United Kingdom. First, the incidence of pneumococcal carriage in children has increased in the United Kingdom [11]. Second, the incidence of pneumococcal carriage in children has increased in other countries [12].

Third, the incidence of pneumococcal carriage in children has increased in other countries [12]. Fourth, the incidence of pneumococcal carriage in children has increased in other countries [12]. Fifth, the incidence of pneumococcal carriage in children has increased in other countries [12].

Sixth, the incidence of pneumococcal carriage in children has increased in other countries [12]. Seventh, the incidence of pneumococcal carriage in children has increased in other countries [12]. Eighth, the incidence of pneumococcal carriage in children has increased in other countries [12].

Ninth, the incidence of pneumococcal carriage in children has increased in other countries [12]. Tenth, the incidence of pneumococcal carriage in children has increased in other countries [12]. Eleventh, the incidence of pneumococcal carriage in children has increased in other countries [12].

Twelfth, the incidence of pneumococcal carriage in children has increased in other countries [12]. Thirteenth, the incidence of pneumococcal carriage in children has increased in other countries [12]. Fourteenth, the incidence of pneumococcal carriage in children has increased in other countries [12].

Fifteenth, the incidence of pneumococcal carriage in children has increased in other countries [12]. Sixteenth, the incidence of pneumococcal carriage in children has increased in other countries [12]. Seventeenth, the incidence of pneumococcal carriage in children has increased in other countries [12].

Eighteenth, the incidence of pneumococcal carriage in children has increased in other countries [12]. Nineteenth, the incidence of pneumococcal carriage in children has increased in other countries [12]. Twentieth, the incidence of pneumococcal carriage in children has increased in other countries [12].

Twenty-first, the incidence of pneumococcal carriage in children has increased in other countries [12]. Twenty-second, the incidence of pneumococcal carriage in children has increased in other countries [12]. Twenty-third, the incidence of pneumococcal carriage in children has increased in other countries [12].

